

Likebehandlingsprinsippet i selskapsretten og finansmarkedsretten

- Særlig om rettede emisjoner, aksjeklasser og omsetningsbegrensninger.

Kandidatnummer: 594

Leveringsfrist: 25.11.2015

Antall ord: 16 288



Innholdsfortegnelse

1	INNLEDNING.....	1
1.1	Introduksjon	1
1.1.1	Rettskilder.....	1
1.1.2	Metode	3
1.1.3	Aksjeselskapet	4
1.2	Formålet med likebehandling.....	5
1.2.1	Hva er likebehandling?	6
2	HOVEDDEL.....	6
2.1	Likebehandlingsprinsippet i aksjelovgivningen og finansmarkedsretten	6
2.1.1	Lovens ordlyd	6
2.1.2	Fravikelse fra prinsippet om likebehandling	10
2.2	Fravikelse fra likebehandlingsprinsippet ved emisjoner.....	14
2.2.1	Innledning	14
2.2.2	Emisjoner og rettede emisjoner	15
2.2.3	Nærmere om typetilfeller i den konkrete vurderingen av fravikelse fra likebehandlingsprinsippet	20
2.2.4	Selskapets handlingsrom	26
2.2.5	Oppsummering	29
2.3	Vedtektsbestemt fravikelse av likebehandlingsprinsippet	29
2.3.1	Vedtekter	29
2.4	Særlig om Aksjeklasser.....	31
2.4.1	Innledning	31
2.4.2	Formål med aksjeklasser	32
2.4.3	Typer av aksjeklasser.....	33
2.4.4	Aksjeklassenes påvirkning på selskap og aksjonærer	35
2.4.5	Begrensninger av effekten av aksjeklasser	38
2.4.6	Oppsummering	39
2.5	Særlig om omsetningsbegrensninger på aksjer	40
2.5.1	Innledning	40
2.5.2	«Saklig grunn» for nektelse	41
2.5.3	Oppsummering	45
2.6	Oppsummering / Avsluttende bemerkninger	46
	LITTERATURLISTE/KILDEHENVISNINGER	48

1 Innledning

1.1 Introduksjon

Oppgaven omhandler likebehandlingsprinsippet i selskapsretten og finansmarkedsretten. Prinsippet kommer til uttrykk i et fåtall av lovens regler, men har påvirkning på mange.

Likebehandlingsprinsippet er en fanebestemmelse med et flytende og overordnet innhold. Det vil få sin materielle utfylling i møte med andre regler og med konkrete situasjoner. For å belyse prinsippets innhold og rekkevidde vil jeg i denne oppgaven se nærmere på dets anvendelse i forbindelse med rettede emisjoner, ved vedtektsbestemt fravikelse av prinsippet gjennom bruk av aksjeklasser og i forbindelse med samtykkenektelse ved omsetning av aksjer.

Gjennom å se nærmere på disse typetilfellene vil jeg forsøke å kartlegge de relevante vurderingstemaene for når et selskap kan gis anledning til å fravike lovens utgangspunkt om likebehandling –når og hvordan et selskap gyldig kan forskjellsbehandle sine aksjonærer. En naturlig forlengelse av dette vil være å undersøke hvilket vern aksjonærer har i møte med et selskaps fravikelse fra lovens utgangspunkt om likebehandling.

Det gjør seg gjeldende forskjellige hensyn i vurderingen for de forskjellige typer aksjeselskaper. I denne fremstillingen vil jeg trekke frem ytterpunktene; det lille AS og det store børsnoterte ASA for å belyse kontraster og likheter i forhold til anvendelsen av dette prinsippet. Disse selskapstypene vil ha forskjellige regelsett og omstendigheter å forholde seg til og det vil være varierende hensyn og vurderinger som gjør seg gjeldende avhengig av selskapstype.

1.1.1 Rettskilder

Likebehandlingsprinsippet har i selskapsretten sin formelle hjemmel i Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44 (aksjeselskapsloven, asl.) og Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni nr. 45 (allmennaksjeloven, asal.). Likhetsgrunnsetningen i Allmennaksjelovens § 4-1 har sin EU-rettslige forankring i det annet selskapsdirektiv av 13. desember 1976(77/91/EØF) («kapitaldirektivet») artikkel 42.

På finansmarkedsrettens område er Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloven, vphl.) hjemmel for likebehandling. Vphl § 5-14 gjennomfører rapporteringsdirektivet art. 17 nr. 1 og 18 nr. 1, og viderefører børsforskriftens § 23-8.¹ I tillegg kommer Lov om regulerte markeder av 29. juni nr. 74 (børsloven) til anvendelse, samt Forskrift til

¹ Ot.prp. nr. 34(2006-2007) s. 425

verdipapirhandelloven av 29 juni 2007 nr. 876 (verdipapirforskriften) og Forskrift om regulerte markeder av 29 juni 2007 s.875 (børsforskriften).

EU-retten setter grensene og rammeverket for vår selskaps- og finansmarkedsrettslovgivning ved at Norge gjennom EØS-avtalen tar del i EUs indre marked. EUs overordnede målsetting er å skape bærekraftig økonomisk og sosial utvikling, et formål som blant annet skal oppnås gjennom EUs selskaps- og finansmarkedsrett. Et sentralt virkemiddel i dette arbeidet er å styrke det indre marked og å legge til rette for integrerte markeder gjennom harmonisert lovgivning.² Disse overordnede målsettingene vil være relevant for tolkningen også av de norske lovreglene.

Det er begrensede mengder med drøftelser omkring likhetsprinsippet i forarbeidene. Aksjelovgivningen ble i tillegg gjenstand for en omfattende revisjon i 2013. Det selskapsrettslige likhetsprinsipp har vært tilstede i aksjelovgivningen fra begynnelsen og er i liten grad gjenstand for «revisjon».

Det foreligger ikke mye Høyesterettspraksis omkring anvendelsen av likhetsprinsippet, men det finnes noe underrettspraksis.

For de børsnoterte ASA vil «Norsk anbefaling for eierstyring og selskapsledelse» (NUES-anbefalingen) være relevant. Regnskapslovens § 3-3 b oppstiller et krav til redegjørelse for foretaksstyring for allmennaksjeselskaper. NUES oppfyller dette kravet og oppstiller et «følger-eller-forklar» -prinsipp, og eksisterer som «soft-law» ved siden av lovgivningen. Anbefalingen bygger på aksje-, regnskaps-, børs- og verdipapirlovgivningen, samt børsens regler³. Anbefalingen går som hovedregel lengre og dypere enn lovgivningen og er et verktøy for å sikre overordnede prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse. Sammen med lovgivningen skal anbefalingen bidra til å oppfylle de formål og hensyn bak lovgivningen som skal sikre sunne markeder og selskaper som drives optimalt.

Børsens opptaksregler og løpende forpliktelser vil legge føringer på de noterte selskapene. Børsens praksis, vedtak og uttalelser er en relevant om ikke tung kilde, men den gir et uttrykk for forvaltningens syn på regelens innhold. I tillegg kommer avgjørelser av Børsklagenemda, et organ opprettet av Finansdepartementet for å ta stilling til klager på vedtak fattet av børsen. På et rettsområde med få «tunge» rettsavgjørelser er disse vedtak og avgjørelser med på å utfylle prinsippets innhold.

² Sjøfjell, (2014) s.6

³ NUES-anbefalingen s. 8

I tillegg til alminnelige rettskilder og praksis vil rettskildebildet til det enkelte selskap også inkludere dets vedtekter⁴.

1.1.2 Metode

Oppgaven tar utgangspunkt i alminnelig juridisk metode. Oppgavens tema omhandler et prinsipp som er ordlagt på knapt vis lovgivningen. Ordlyden gir lite veiledning om hva prinsippet rommer. Det finnes videre en begrenset mengde Høyesterettspraksis om likebehandling og vilkårene for å kunne fravike utgangspunktet.

De tradisjonelt «tyngre» rettskildene gir en noe begrenset veiledning om prinsippets innhold og rekkevidde. Likebehandlingsprinsippet utvikles og formes til en viss grad også gjennom forvaltningspraksis ved Oslo Børs. Forvaltningspraksis er en kilde med lavere vekt enn domstolenes avgjørelser, men det gir uttrykk for en praksis og en bruk og utvikling av begrepets innhold. I bedømmelsen av forvaltningspraksis' tyngde legges det vekt på blant annet hvor varig, fast og utbredt den er samt om den kommer fra organer ansett for å ha særlig kompetanse på feltet.⁵

Likebehandlingsprinsippet er en rettslig standard. En rettslig standard er en bestemmelse som ikke har et klart definert og entydig innhold og som angir en samfunnsmessig moralsk målestokk.⁶ En rettslig standard ligger ikke fast men er i endring over tid og vurderes etter de konkrete forhold. De rettslige standarder vil dermed ha en stor skjønnsmessig komponent og viser til vurderinger som ligger utenfor lovbestemmelsens egen ordlyd. Dette betyr ikke at rettsanvenderen står fritt til å fastlegge standardens innhold, den gir anvisning på en målestokk.⁷ I kartleggingen av en rettslig standards innhold og rekkevidde på dette området vil formålsbetraktninger, godhetsvurderinger samt praksis og normer i forretningslivet få betydning.⁸

Likebehandlingsprinsippet er et uttrykk for en rettslig standard som utfylles og defineres gjennom andre lovregler og gjennom praksis i konkrete situasjoner. Om prinsippet anvendes på et lite AS eller på et stort børsnotert ASA vil kunne føre til at forskjellige hensyn og forhold gjør seg gjeldende.

⁴ Sjøfjell, forelesning 06.02.2015

⁵ Eckhoff (2001) s.233

⁶ Jusinfo.no

⁷ Lilleholt m.fl. (2009) s. 640

⁸ Matre, (2000) s. 166

1.1.3 Aksjeselskapet

Aksjeselskapets særpreget består i at aksjonærene har et indirekte og begrenset deltageransvar, jfr. aksjelovenes § 1-2. Den indirekte og begrensede heftelse går begge veier og verner både selskapet fra aksjonærenes særskyldnere og aksjonærene fra selskapets heftelser⁹. Ansvarsbegrensningen ligger til grunn for mange av aksjelovenes regler, særlig kapitalreglene om innskudd og opprettholdelse av kapital til selskapet, samt reglene om utbytte.¹⁰

Langt de fleste aksjeselskaper har et økonomisk formål. Videre kan det presumtivt leses ut i fra aksjelovenes § 2-2 nr.2 at selskapene ikke bare har et økonomisk formål, men et formål om gevinst for sine aksjonærer.¹¹

Det er adgang til å fravike mange av lovens deklatoriske regler gjennom avtale; i et selskaps vedtekter. På denne måten åpner aksjelovgivningen for at selskapene kan tilpasse deler av sitt regelverk og sin styring etter egne hensyn som størrelse, formål og eierstruktur, innenfor lovens rammer. På den annen side finner vi de preseptoriske reglene, som skal verne minoritetsaksjonærer, kreditorer, ansatte, samfunn og andre interessenter og sørge for en viss minste standard for de som opererer innfor disse selskapsformene

De fleksible regler i aksjelovgivningen fører til at svært forskjellige selskaper blir å finne under fanen «aksjeselskap» enten det er et AS eller et ASA. Den kanskje største styrken for denne selskapsformen ligger i instituttets og reglenes fleksibilitet som kan tilpasses de fleste forhold.

I den videre fremstillingen vil jeg konsentrere meg om ytterpunktene for tydeligere å belyse forskjellen mellom de to selskapsformene. I de tilfeller jeg snakker om et AS vil jeg mene de mindre aksjeselskapene og med ASA vil jeg mene å omtale de større, børsnoterte selskaper.

1.1.3.1 Aksjeselskapet og finansmarkedsretten

Aksjeselskapsformen er en sentral del av den kapitalistiske økonomi og det finansielle system. Børsnotering av et selskap vil gi tilgang til en strengt regulert markedsplass. Finansmarkedet er underlagt omfattende regulering og ettersyn, et arbeid som er tillagt myndighetene¹². Reguleringen springer ut av de bredere hensyn i finansmarkedsretten, blant annet faren for de potensielt store konsekvenser i realøkonomien.

⁹ Woxholth, (2012) s.27

¹⁰ Prop. 111 L(2012-2013), s.43

¹¹ Truyen, (2005) s.348

¹² NOU 2011:1 s. 31

Et motiv for å notere et ASA kan være tilgangen på lånekapital og fremmedkapital.¹³ Gjennom markedene skapes en omfordeling av risiko og en kanalisering av kapital fra investorer som ønsker plasseringsobjekter og selskaper som behøver kapital.¹⁴

Notering vil også bety at et selskap gjennomgår både en omfattende kontroll før det noteres, samt et videre kontinuerlig tilsyn og krav om etterlevelse av børsens løpende forpliktelser og regelverk. Dette kan virke som et kvalitetsstempel på selskapet som skaper tillit både hos eksisterende og nye investorer. På den annen side har dette en kostnad ved at det blir et langt strengere krav til informasjon, transparens og en viss avgivelse av kontroll.¹⁵

1.2 Formålet med likebehandling

Aksjeselskapslovgivningen skal verne både selskapet, dets eiere, kreditorer og andre interessenter. Reglene som opprettholder prinsippet om likebehandling sikrer både en rettferdig fordeling blant aksjonærene, og en proporsjonal sammenheng mellom økonomisk risiko og utbytte/rettigheter.

På finansmarkedsrettens område er det overordnede målet finansiell stabilitet samt effektive og velfungerende markeder, målsettinger som er gjenstand for en vekselvirkning.¹⁶ Disse målene er blant annet angitt i børslovens formålsparagraf § 1-1

«Å legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder for finansielle instrumenter».

Denne loven regulerer markedet hvor handelen tar plass. Et lignende formål finner vi i verdipapirhandelloven som angår aktørene på dette markedet. Verdipapirhandellovens formål er etter § 1-1

«Å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter».

Alle disse målsettingene er sterkt avhengige av tillit. Uten tillit vil ikke disse instituttene kunne fungere etter sin hensikt. Tillit underbygges av etterrettelighet og transparens, og her er likebehandling en sentral aktør.

¹³ Myklebust, (2011) s.28

¹⁴ Myklebust, (2011) s.23

¹⁵ Myklebust, forelesning 13.10.2015

¹⁶ Myklebust, forelesning 08.09.2015

1.2.1 Hva er likebehandling?

Alle aksjer skal gi lik rett i selskapet. Å bli behandlet likt betyr at man stoler på, og kan stole på at man får like rettigheter, like plikter og kan ha de samme forventninger som andre i samme situasjon. Det kan gjelde rett til utbytte, stemmerettigheter, tilgang på informasjon og mye annet. Likebehandling handler dypest sett om rettferdighet. Det er en helt fundamental menneskelig forventning. Kanskje er det banalt, men kun de som behandler oss rettferdig kan vi ha tillit til.

Likebehandling har både en formell og en materiell side. Det skal sikre at man får det man har rett på og det skal sikre at man stoler på at dette vil skje.

Tillit er viktig i alle forhold. I økonomiske termer kan man si at det senker transaksjonskostnadene. I selskaper vil det lønne seg med tillit. Det er lettere å stole på de som er nærmere oss enn de som er ukjente. I et aksjeselskap er det ofte tettere bånd mellom aksjonærene og mer transparens. Her kan man til en viss grad få mye tillit «gratis». For et notert selskap og på børsene vil det være helt motsatt, her er det fragmentering og anonymitet. Regler som sikrer likebehandling skaper en type formalisert tillit som kan bygge bro over anonymitet og sikre trygghet dersom tilliten svikter.

2 Hoveddel

2.1 Likebehandlingsprinsippet i aksjelovgivningen og finansmarkedsretten

2.1.1 Lovens ordlyd

Aksjelovens likhetsgrunnsetning finnes i § 4-1. Her fastsettes hovedregel og utgangspunkt om at

«Alle aksjer gir lik rett i selskapet.».

Retten til likebehandling er etter denne regelen knyttet til aksjene, ikke til aksjonærene¹⁷. En aksje skal behandles likt som en annen, en aksjonær skal ikke nødvendigvis behandles likt som en annen.

Aksjene er det juridiske instrumentet rettighetene etter aksjelovgivningen knytter seg til. Innehaveren får rett på å utøve de organisatoriske, økonomiske og disposisjonsmessige beføyelser som følger av aksjelovgivningen.¹⁸

¹⁷ Andenæs (2006) s.132

Rettighetene opptrer enten uavhengig av antallet aksjer, eller har en proporsjonal tilknytning til antallet. For eksempel vil man fra første aksje ha rett til å møte på generalforsamlingen, jfr. aksjelovenes § 5-2, men man vil der i utgangspunktet ha en stemmevekt som er direkte proporsjonal med det antallet aksjer man besitter, jfr. asl. § 5-3 / asal. § 5-4.

Aksjene skal gi lik rett i «selskapet». Det er dermed selskapet som er pliktsubjekt etter kravet om likebehandling. Dette er en objektiv plikt for selskapet. Om forhold på aksjonærenes side gjør at rettighetene ikke kan oppfylles etter sin hensikt er uten betydning, det sentrale er at selskapet oppfyller sin plikt til å behandle én aksje likt som en annen¹⁹. Rettighetssubjekt etter regelen er innehaverne av aksjene, aksjonærene. Selskapet har ikke plikt til likebehandling av andre etter denne paragrafen.

Det skal gis lik rett til alle aksjer. Dette betyr at selskapet skal gi alle aksjer den samme rett til utbytte, informasjon, deltagelse, innflytelse med mer.

Paragraf § 4-1 er en deklatorisk regel. Denne likhetsgrunnsetningen suppleres og utfylles gjennom de preseptoriske reglene som finnes i de såkalte «generalklausulene»; myndighetsmisbruksreglene i aksjelovenes §§ 5-21 og 6-28.²⁰

Som nevnt er det selskapet, ikke aksjonærene som er pliktsubjekt etter aksjelovenes § 4-1. For det tilfelle at aksjonærene opptrer som «selskapet» gjennom generalforsamlingen eller styret vil de bli omfattet av aksjelovenes §§ 5-21 og 6-28.

Aksjelovenes § 5-21 lyder:

«Generalforsamlingen kan ikke treffe noen beslutning som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.»

Paragraf § 6-28 har en tilsvarende ordlyd men pliktsubjektet etter denne regelen er «styret og andre som etter §§ 6-30 – 6-32 representerer selskapet». Begge paragrafene hjemler alminnelige misbruksprinsipper og undergis i hovedsak en samlet vurdering i forarbeidene²¹.

¹⁸ Werlauff, (2013) s.395

¹⁹ Truyen, *Likhetsprinsippet i artikkel 42...*, (2004), s. 581

²⁰ Werlauff, (2013) s.393

²¹ Gina Bråthen, (2014) s.158

Etter disse reglene gjøres selskapet til pliktsubjekt gjennom sine representanter. Aksjonærene eier aksjene, men ikke selskapet.²² Plikten etter reglene om myndighetsmisbruk følger ikke med det å eie aksjer, men ved å tre sammen som generalforsamling underlegges aksjeeierne de plikter som følger av § 5-21.

Generalforsamlingen er et periodisk, jfr. § 5-6, og internt²³ organ. Her utøver aksjeeierne den «øverste myndighet i selskapet» jfr. § 5-1. Retten til å representere selskapet utad, og ansvaret for forvaltningen, er lagt til styret, jfr. §§ 6-30 og 6-12. Videre vil daglig leder stå for den daglige drift av selskapet etter de retningslinjer og instruksjoner som er gitt av generalforsamlingen eller styret. Daglig leders kompetanse defineres negativt gjennom at det omfatter det som ikke er «av uvanlig art eller stor betydning» i § 6-14 (2).²⁴

«Selskapet» vil dermed bli representert av forskjellige organer under et hierarkisk system²⁵. Beslutninger fattet av disse representantene skal ikke kunne være «egnet» til å gi en «urimelig fordel».

Rettighetssubjektet i forhold til likebehandlingsprinsippet vil være «andre aksjeeiere». Fordele gitt til «andre» vil falle utenfor likhetsprinsippets rekkevidde. Dersom man forutsetter at selskapsinteressen og aksjonærinteressen er sammenfallende, vil også selskapet indirekte vernes av likhetsprinsippets utfylling av denne regelen.

«Beslutninger» kan være beslutninger om kapitalforhøyelse, om å foreta utdelinger fra selskapet, vedtektsendringer med mer. Ordlyden favner vidt og må antas å omfatte alle typer disposisjoner som potensielt kan gi noen en fordel.

Beslutningen må være «egnet til» å gi noen en urimelig fordel på annens bekostning for å rammes av ordlyden. I dette ligger ikke et krav om at beslutningen faktisk må føre til urimelighet for å rammes av ordlyden, det er et krav om «potensiell kausalitet»²⁶. Det er nok at beslutningen har et potensial til å føre til urimelighet.

For de børsnoterte selskaper vil verdipapirhandelloven § 5-14 komme til anvendelse. Denne lyder:

²² Sjøfjell, forelesning 20.02.2015

²³ Knudsen, (2011) s.109

²⁴ Meyer-Myklestad, (2012) s. 349

²⁵ Werlauff, (2013) s. 426

²⁶ Bråthen, (2014) s. 164

(1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utstедers og innehavernes felles interesse.

(2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utstедer. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utstедer inngår i.

Etter første ledd tilligger plikten til likebehandling «utstедer», altså selskapet. Rettighetssubjekt vil være «innehaver» av de finansielle instrumentene, noe som vil tilsvare eierne av aksjer etter tilsvarende krav i aksjelovene.

Paragrafens første ledd oppstiller dermed en plikt og et forbud. Selskapet, eller «utstедer» har en plikt til å likebehandle etter 1. ledd, 1 punktum, og et forbud mot å forskjellsbehandle etter 1. ledd 2 punktum.

Aksjelovens likhetsgrunnsetning knytter retten på likebehandling til de enkelte aksjene. Eksempler på dette kan være lik rett på utbytte etter kapitalreglene i § 8-1, jfr §§ 3-4 og 3-6, eller stemmerett etter asl. § 5-3/ asal. § 5-4. Etter disse reglene følger rettighetene direkte av aksjene. I vphl. oppstilles krav om «likebehandling» av aksjonærene. Etter denne loven gis en mer generell anvisning, heller enn en konkret og objektivt angivelse av rettigheter knyttet mot aksjeinnehav. Det kan ligne på kravet om «god børsskikk»²⁷ som følger av børsens løpende forpliktelser. Begrepet er mer en norm for handling, en rettslig standard, enn et klart definert krav. Begrepet «likebehandling» kan tenkes å få en bredere anvendelse enn aksjelovens påbud om «lik rett». Dette kan springe ut fra formålet med verdipapirlovgivningen som har bredere interesser å ivareta; her er ikke kun et forhold mellom en aksjonær og et selskap, denne loven skal også ivareta bredere markedsmessige hensyn

I vphl §5-14 (1) annet punktum benyttes begrepet «forskjellsbehandling». Det må antas at det er ment som en direkte motsetning til «likebehandling» så at påbudet om det ene dekker forbudet om det andre.

²⁷ Løpende forpliktelser, pkt. 2.2

Paragraf § 5-14, annet ledd har klare paralleller til myndighetsmisbruksreglene i aksjelovenes §§ 5-21 og 6-28. Også her er det et forbud mot tiltak som er «egnet» til å gi noen en urimelig fordel. En fordel på en annens bekostning vil i normal språklig forståelse være å forstå som forskjellsbehandling, gitt at partene i utgangspunktet har like rettigheter. Etter disse paragrafene vil et tiltak rammes selv i de tilfellene det ikke faktisk fører til en «urimelig fordel», muligheten for det er tilstrekkelig²⁸.

Disse reglene oppstiller lovenes hovedregel og utgangspunkt om at aksjonærer i et selskap skal «likebehandles» etter verdipapirhandelloven og at aksjene skal gis «lik rett» etter aksjelovene.

Som nevnt over er likebehandlingsprinsippet en fravikelig regel.

2.1.2 Fravikelse fra prinsippet om likebehandling

Hovedregelen i § 4-1 oppstiller et formelt og positivt angitt prinsipp om likhet.²⁹

Det er utviklet gjennom rettspraksis at paragrafens materielle vurdering foretas innenfor generalklausulenes rammer³⁰.

I § 4-1 2. ledd gis selskapet adgang til å opprette differensierte aksjeklasser. Opprettelse av aksjeklasser er den eneste tekniske måten et selskap permanent kan fravike likhetsgrunnsetningen på³¹. Dette blir behandlet nærmere i kapittel 2.4 om aksjeklasser.

Aksjelovenes §§ 6-28 / 5-21 inneholder likhetsprinsippet materielle regler³² og angir en adgang til å gi noen en fordel så lenge den ikke er «urimelig».

En beslutning som er egnet til å skape et urimelig resultat vil altså ikke tillates etter generalklausulene. For at en beslutning ikke skal være «urimelig», og dermed gå klar av forbudet mot forskjellsbehandling, antas det i juridisk litteratur et krav om to kumulative vilkår; beslutningen må være saklig og den må være forholdsmessig.³³

Med andre ord åpner aksjelovgivningen for forskjellsbehandling dersom den er saklig begrunnet og forholdsmessig.

²⁸ Gina Bråthen, (2014) s.164

²⁹ Truyen, (2005) s. 103

³⁰ Truyen, *Myndighetsmisbruk ...* (2004) s. 309

³¹ Werlauff, (2013) s. 394

³² NOU 1992 s. 29, s. 92

³³ Bråthen, (2014) s. 160, 166

Etter verdipapirhandelloven § 4-15 kan forskjellsbehandling godtas så lenge den er «saklig begrunnet» i partenes «felles interesse».

Vilkårene for å fravike plikten til likebehandling og å tillate forskjellbehandling, er utpreget skjønnsmessige og uttrykk for en rettslig standard. Vilkårene angir at det må foretas en avveining mellom interesser på den forskjellsbeholdende og den forskjellsbeholdes side. Det må foretas en bred, skjønnsmessig helhetsvurdering. Loven gir ingen nærmere anvisning på disse begrepene innhold.

En saklig begrunnelse må forankres i selskapsrettslig relevante hensyn.³⁴ Dette betyr at de formål og hensyn loven er satt til å ivareta er relevant. Utenforliggende hensyn kan ikke begrunne fravikelse fra likhetsprinsippet.

Rt. 1999 s. 1682 (Østlendingen) omhandler spørsmålet om et selskaps adgang til å nekte salg av en aksjepost. Her uttalte Høyesterett at selskapets vedtekter, formålsangivelser og annet, innenfor lovens rammer, kan få innvirkning på den lovbestemte saklighetsvurderingen. Her kom de til at en nektelse som var konkret forankret i selskapsinteressen var saklig grunn. I fastleggelsen av selskapsinteressen må man «vektlegge selskapets formål, drift og egenart for øvrig.»³⁵

En saklig grunn må altså ha en tilstrekkelig og konkret forankring i selskapets egne formål og virksomhet.

I Rt. 2013 s. 241 (Stangeskovene) kom Høyesterett til at det ikke forelå saklig grunn til nektelse. I denne dommen ble utgangspunktet fra «Østlendingen» utdypet, og Høyesterett understreket at «det vil inngå i saklighetskontrollen å påse at det som styret anfører som selskapsstrategiske vurderinger, har tilstrekkelig og reell rot i selskapets formål og virksomhet.»³⁶ I denne saken kom Høyesterett til at samtykkenektelse som var forankret i et ønske om å holde eierskapet på de opprinnelige eiernes hender ikke var saklig, på det grunnlag at den ikke var tilstrekkelig forankret i selskapets formål, da det nå ikke lenger hadde preg av å være et familieselskap.

En grunn som ikke er forankret selskapets eget formål og virksomhet men i utenforliggende hensyn, er altså usaklig.

³⁴ Andenæs, (2006), s.134

³⁵ Rt. 1999 s.1682, s. 1692

³⁶ Rt. 2013 s. 241, premiss 50

Den konkrete selskapsinteressen er altså en sentral del i saklighetsvurderingen. Selskapsinteressen kan deles opp i et vinningsformål og et virksomhetsformål³⁷. Virksomhetsformålet er selskapets formål som angitt i vedtekter og virksomhetsangivelser.³⁸ Det kan videre presumtivt leses ut i fra aksjelovenes § 2-2 nr. 2 at selskapene ikke bare har et økonomisk formål, men et formål om gevinst for sine aksjonærer.³⁹

Kravet om at en beslutning må være begrunnet i «partenes felles interesser» krever kartlegging av hva disse er og når de er sammenfallende.

Det er noe forskjellige syn i juridisk teori på om selskapsinteressen og aksjonærinteressen er sammenfallende. Dette kan variere noe i forskjellige situasjoner. Men det virker som det er overveiende enighet i at man kan legge til grunn en «hypotetisk aksjonærinteresse» om økonomisk gevinst⁴⁰. Her spiller likhetsprinsippet en sentral rolle for det tilfelle at selskapet går med økonomisk overskudd. Da sikrer likebehandlingsprinsippet en rettferdig fordeling til dets aksjonærer⁴¹. Det kan være motstrid mellom de kortsiktige og de langsiktige aksjonærenes interesse, det er da antatt at det er de langsiktige aksjonærenes interesse som skal legges til grunn⁴². Målet om økonomisk avkastning for både selskap og de (langsiktige) aksjonærene vil dermed sammenfalle.

Det er nødvendig, men ikke tilstrekkelig at tiltaket er forankret i saklige hensyn for at det kan gå klar av plikten til likebehandling. Det må også være egnet til å oppnå et gode som er større enn ulempene tiltaket påfører de forskjellsbehandlede.

Dersom et selskap har et øyeblikkelig behov for likviditet kan tiltak for å skaffe dette forankres både i selskaps- og aksjonærinteressen. Det kan da være betydelig rom for forskjellsbehandling. Et eksempel på dette finner vi i RG 1996 s.491. Her ble et selskap drevet for kreditors regning og konkurs var forestående. Styret vedtok å nedskrive aksjekapitalen og foreta en rettet emisjon én eksisterende og flere nye aksjonærer. Dette ble godtatt av Lagmannsretten.⁴³ I dette tilfellet ble det foretatt en åpenbar tilsidesettelse og forskjellsbehandling, men både selskapet og aksjonærfellesskapets interesse i selskapets overlevelse ble ansett for å veie tyngre enn ulempene for de tilsidesatte aksjonærene.

³⁷ Truyen, (2005) s. 105

³⁸ Truyen, (2005) s. 105

³⁹ Truyen, (2005) s. 348

⁴⁰ Gina Bråthen, (2014) s.187

⁴¹ Truyen, (2005) s. 345

⁴² Woxholth, (2012) s. 111

⁴³ Truyen, (2005) s. 346

Forskjellbehandling som er «begrunnet i» og «egnet til» å fremme partenenes felles interesse kan være forskjellige for et AS og et ASA. Forskjellsbehandling som er nødvendig eller kan tjene selskapet på sikt vil kunne være hensiktsmessig for begge selskapstyper. På den annen side kan forskjellsbehandling «prises inn» av markedet og ha en påvirkning på aksjekursen for noterte selskaper. Dette vil påvirke aksjonærenes fortjeneste ved omsetning. Dette hensynet gjær seg i mindre grad gjeldende for et AS hvor aksjonærene oftest vil være mer langsiktige.

Selv om et tiltak er forsvarlig begrunnet i relevante interesser og godt egnet til å oppnå det ønskede formål, er ikke dette tilstrekkelig til å legitimere at enkelte aksjonærer forskjellsbehandles.

Et sentralt spørsmål vil videre være om det foreligger forholdsmessighet mellom de fordelene som oppnås med forskjellsbehandlingen og de ulempene som påføres de forskjellsbehandlede aksjonærene. Dette er en del av rimelighetsbetraktningen. Et tiltak kan tenkes å være saklig begrunnet og allikevel få så store konsekvenser for enkelte at det ikke kan forsvares ut i fra en proporsjonalitetsvurdering. En emisjon som resulterer i 90 % utvanning kan vanskelig forsvares. På den annen side kan alternativet være konkurs og det vil da være så tungtveiende grunner til å gjennomføre et forskjellsbeholdende tiltak at det kan aksepteres en relativt stor grad av forskjellsbehandling.

En beslutning om forskjellsbehandling må fattes på saklig og forsvarlig grunnlag⁴⁴. I dette ligger også en plikt for selskapet å vurdere om alternative tiltak kunne oppnådd tilnærmet det samme resultat med en lavere grad av forskjellsbehandling.⁴⁵ Muligheten for dette vil kunne påvirkes av selskapets tidshorisont.

Dersom selskapet etter sin vurdering har funnet at det nødvendige resultat ikke kunne oppnås med alternative tiltak og tiltaket ellers er saklig, egnet og proporsjonalt, bør det vurdere om det kan igangsette andre tiltak som kan bøte på forskjellbehandlingen⁴⁶. Et eksempel på dette er reparasjonsemisjoner, som vil bli drøftet under kapitlet om rettede emisjoner.

Alle disse forannevnte momentene må inngå i en bred og helhetlig vurdering hvor interessene avveies mot hverandre. Arten og graden av forskjellsbehandlingen vil måtte vurderes opp mot de hensyn som taler for å gjennomføre det aktuelle tiltaket⁴⁷.

⁴⁴ Ot.prp.nr.19 (1974-1975) s.112

⁴⁵ Børssirk. 2/2014, s. 5

⁴⁶ Ibid. s. 5, s.11

⁴⁷ Vedtak og uttalelser 2009, s.95

Selskapets behandling og vurdering av et tiltak er det springende punkt i vurderingen om det foreligger en saklig grunn til en eventuell forskjellsbehandling. Det er selskapet som har plikt til å likebehandle. Både domstolene og børsklagenemda viser tilbakeholdenhet ved å overprøve selskapers forretningsmessige vurderinger så sant de bygger på en saklig og forsvarlig vurdering og ikke tar utenforliggende hensyn. Selskapene kan således sies å ha en bred skjønnsmargin i sine beslutninger om å forskjellsbehandle sine aksjonærer. Dette vil bli diskutert mer konkret og i detalj senere under kapitlene om emisjoner og omsetningsbegrensninger.

2.2 Fravikelse fra likebehandlingsprinsippet ved emisjoner

2.2.1 Innledning

Selskapets plikt til å likebehandle sine aksjonærer får utslag i en lang rekke lovbestemmelser. Likhetsgrunnsetningen legger føringer på selskapets handlingsrom i beslutninger som har en direkte eller indirekte påvirkning på de rettighetene som er knyttet opp til den enkelte investors aksjeinnehav.

Organisatoriske og finansielle rettigheter er sentrale og ofte motiverende faktorer for de som velger å gå inn i et selskap med kapital. Likhetsprinsippet skal sikre aksjonærene like plikter og rettigheter. Likhetsgrunnsetningen legger føringer både på et selskaps beslutninger og for en aksjonærs vurdering av sin egen løpende situasjon. Gjennom overholdelse av dette prinsippet sikres en mulighet for aksjonærene til å forutberegne sin situasjon samtidig som det skapes tillit til selskapet.

I det følgende skal vi se at det i forbindelse med emisjoner vil kunne være særlige og saklige grunner som tillater fravikelse fra likebehandlingsprinsippet. Dette er et uttrykk for aksjelovgivningens fleksibilitet, og har en side til at hver situasjon og hvert selskap er unikt og kan behøve særskilte løsninger innenfor lovgivningens rammer. Hensynet til selskapet og aksjonærene sett under ett kan i visse tilfeller åpne for at man setter prinsippet til side etter en overordnet nyttebetraktning. I enkelte tilfeller kan konsekvensene av å påføre enkelte aksjonærer ulemper oppveies av den nytten dette innebærer for selskapet og aksjonærfellesskapet sett under ett.

Selskaper trenger kapital for å skape kapital. I enkelte tilfeller kan vinningsformålet sette likebehandlingsprinsippet under press⁴⁸. Dette kan være tilfellet ved en kapitalinnhentelse. Det vil da være krav om en rimelig og saklig avveining av selskapets behov for likvider opp mot aksjonærenes behov for rettighetsbeskyttelse⁴⁹.

Aksjonærenes formål med sine eierandeler er i hovedsak å skaffe seg avkastning på sine investeringer⁵⁰. Dette fordrer en tillit til at både deres økonomiske andel i selskapet og deres organisatoriske rettigheter er forutberegnelige og stabile.

Konsekvensene av en fravikelse av likebehandlingsprinsippet må sees under ett. I vurderingen av en eventuell forskjellsbehandling må selskapets behov og samlede gevinst være egnet til å oppveie den totale byrden som pålegges de(n) forskjellsbehandlede aksjonær(er) og de utslag denne typen forskjellsbehandling kan skape både for selskapets øvrige aksjonærer og for selskapets forhold til markedet.

2.2.2 Emisjoner og rettede emisjoner

2.2.2.1 *Emisjoner*

En emisjon er en kapitalforhøyelse, en utvidelse av selskapets aksjekapital. Ved en emisjon kan selskapet innhente ny aksjekapital gjennom utstedelse av nye aksjer(nyemisjon) etter aksjelovenes §10-1 - §10-19, eller gjennom en fondsemisjon etter §10-20 - §10-23, hvor selskapets eksisterende midler omdisponeres (til aksjekapital) og ingen ny kapital tilføres.

Nyemisjoner kan foretas enten ved tilførsel av penger eller balanseførbare tingsinnskudd etter § 10-2 jfr. § 10-12(1). Emisjoner vedtas av generalforsamlingen etter forslag fra styret, som fastsatt i § 10-3 jfr. § 10-1 og § 10-2. En emisjon fører til endringer i aksjekapitalen og dermed i selskapets vedtekter jfr. § 2-2, det er derfor krav om flertall som for vedtektsendringer. Det er også anledning for generalforsamlingen, med samme krav til stemmeflertall, å gi styret fullmakt til å gjennomføre en emisjon innenfor visse forhåndsgitte rammer se § 10-14 til § 10-18.

Den følgende fremstillingen begrenser seg til emisjoner ved nytegning av aksjer.

Aksjelovenes § 10-4 hjemler den deklarasjoniske hovedregel om aksjonærenes fortrinnsrett ved innskuddsemisjoner. Her fastsettes de eksisterende aksjeeiernes fortrinnsrett til de nye aksjene

⁴⁸ Truyen, *Myndighetsmisbruk ...* (2004) s.318

⁴⁹ Gina Bråthen, (2014) s. 247

⁵⁰ Gina Bråthen, (2014) s.187

ved innskuddsemisjoner i samme forhold som deres eksisterende aksjeinnehav. Fortrinnsretten kan ikke settes til side i vedtektene jfr. § 10-4(2).

Lovens hovedregel om fortrinnsrett ved emisjoner er et direkte uttrykk for likebehandlingsprinsippet. Utgangspunktet er at de eksisterende aksjonærenes relative økonomiske og organisatoriske rettigheter skal videreføres etter en emisjon. Selskapet tilføres kapital og aksjonærene gis mulighet til å beholde sine rettigheter gjennom å få fortrinnsrett til de nyutstedte aksjene.

Det er et unntak for det tilfellet at selskapet har vedtektsfastsatte aksjeklasser. Da kan fortrinnsretten begrenses til å gjelde innenfor den aksjeklassen hvor aksjonæren allerede besitter aksjer jfr. § 10-4(2). Innad i klassene vill fortrinnsretten likevel være reell.

Aksjelovens § 10-4 hjemler utgangspunktet for å ivareta de eksisterende aksjonærers rettigheter i tilfelle av emisjoner. Hovedregelen er at aksjonærenes relative posisjoner skal søkes bevart som de er. En aksjonærs rettigheter knytter seg direkte opp til hans innehav av aksjer, jfr. § 4-1, og i det tilfelle at dennes relative posisjon og innflytelse svekkes gjennom utvanning skal det kreves særlig grunn. Fortrinnsretten er en objektiv rett som knytter seg til aksjene og ikke til subjektive forhold på aksjonærenes side⁵¹. At noen ikke har anledning til å kjøpe seg opp vektlegges ikke. Det viktige er at selskapet hensyntar likhetsprinsippet gjennom å tilby aksjonærene muligheten til å bevare sin relative andel og posisjon i selskapet. Om aksjonæren ikke *kan* benytte denne muligheten er for selskapet uten betydning i forhold til overholdelse av likebehandlingsprinsippet.

Paragraf 10-1 legger beslutningen om å foreta en kapitalutvidelse til generalforsamlingen. Det foreligger et skjerpet krav til flertall. En kapitalutvidelse vil være en vedtektsendring jfr. § 2-2 nr. 4. og etter § 5-18 kreves det dermed 2/3 flertall både av de avgitte stemmer og den på generalforsamlingen representerte kapital.

For emisjoner foretatt etter vedtak av generalforsamlingen settes en ytterligere skranke gjennom myndighetsmisbruksreglene i aksjelovens § 5-21 som forbyr å gjøre noe som er «egnet til» å gi noen en «urimelig» fordel på de andre aksjeeiernes bekostning. I tilfelle emisjoner blir foretatt gjennom styrefullmakt vil tilsvarende begrensning finnes etter § 6-28. Det er i denne vurderingen ikke nødvendig at tiltakene fører til urimelighet, det er nok at tiltakene er egnet til å gjøre det⁵². Urimelighetsvurderingen her ligger tett opp mot den som følger av Verdipapirhandelloven. For de børsnoterte allmennaksjeselskapene vil disse begrensningene

⁵¹ Truyen, *Myndighetsmisbruk ...* (2004), s. 309

⁵² Gina Bråthen, (2014) s.164

utfylles og utvides gjennom vphl § 5-14, særlig annet ledd, og de markedsmessige formål som denne loven søker å oppnå.

Utgangspunktet er etter dette at selskapers kapitalutvidelse i første omgang skal rettes mot dets eksisterende aksjonærer. Gjennom dette ivaretas likebehandlingsprinsippet ved at den enkelte gis mulighet til å opprettholde sin eksisterende organisatoriske og finansielle eierposisjon i selskapet.

På den annen side vil det kunne være et ønske eller behov for selskapet å innhente frisk kapital, knytte til seg nye eiere med strategiske kontakter eller særskilt kunnskap, samt mange andre grunner til å ønske å rette en emisjon mot nye eksterne, eller særskilte eksisterende aksjonærer i et større forhold enn hva de har grunnlag for. Dette vil være en rettet emisjon og en tilsidesettelse av kravet til likebehandling. Her som ellers vil forskjellsbehandling kreve saklig grunn.

I det følgende skal jeg se nærmere på hva som vil være vurderingstemaene i hva som kan anses som en saklig grunn for å kunne fravike likhetsprinsippet og gjennomføre en rettet emisjon.

2.2.2.2 Rettede emisjoner

Et selskaps eksisterende aksjonærer kan med flertall som for vedtektsendringer si fra seg sin lovbestemte fortrinnsrett gjennom vedtak på generalforsamlingen etter § 10-5. Kapitaldirektivets artikkel 29(4) forbyr å sette fortrinnsretten til side «permanent» gjennom vedtektene, men godtar tilsidesettelse gjennom enkeltstående vedtak foretatt ved generalforsamlingen⁵³. Dette er et minimumsdirektiv som godtar tilsidesettelse ved kvalifisert flertall. Begge våre aksjelover går lenger enn dette og krever 2/3 flertall både av de avgitte stemmer og den på generalforsamlingen representerte kapital etter § 10-5 jfr. § 5-18.

Dersom fortrinnsretten etter §10-4 settes til side i en kapitalutvidelse foreligger en rettet emisjon. En tilsidesettelse av fortrinnsretten vil kunne være brudd på likebehandlingsprinsippet.

De to aksjeselskapsformene har forskjellig utgangspunkt i hvem de kan invitere til nytegning for det tilfellet at fortrinnsretten vedtas tilsidesatt. Et aksjeselskap kan kun rette seg mot eksisterende «aksjeeiere eller bestemte navngitte personer» med tilbud om nytegning, jfr. § 10-1(1) 3 pkt. For et allmennaksjeselskap vil det ikke foreligge slike begrensninger og de står fritt til å i tillegg rette tilbudet mot eksterne aksjonærer.

⁵³ Truyen, *Likhetsprinsippet i artikkel 42 ...*, (2004), s. 589

I disse tilfellene settes de eksisterende aksjonærenes lovbestemte fortrinnsrett til side. For å sikre lovligheten i den forskjellsbehandlingen en rettet emisjon innebærer stilles det opp et krav til saklig grunn⁵⁴. Spørsmålet blir i det videre hva som kan være saklig grunn for flertallet eller styret til å sette til side aksjonærenes rett på lik behandling og lik deltagelse i tilfellet av en emisjon.

2.2.2.2.1 Rettskildene

Som nevnt over hjemler myndighetsmisbruksreglene §§ 5-21 og 6-28 forbud mot urimelig forskjellsbehandling. Disse reglene vil få mindre relevans i vurderinger i forhold til likebehandlingsprinsippet i de tilfellene hvor en emisjon retter seg mot eksterne aksjonærer, men gir føringer for de tilfellene at emisjonen retter seg mot eksisterende aksjonærer; «visse aksjeeiere». Særlig kan dette være relevant i de tilfeller hvor emisjonen vedtas etter styrefullmakt og retter seg mot medlemmer av styret. Å få tildelt en rett som andre ikke får vil både være «egnet til», og faktisk gi, en fordel, spørsmålet blir om den kan være å anse som «urimelig» i det konkrete tilfellet.

Etter vphl. § 5-14 kan fravikelse av likebehandlingsprinsippet tillates kun i de tilfeller hvor det er begrunnet i «partenes felles interesser». Etter aksjelovenes § 4-1 skal «alle aksjer gi lik rett i selskapet». Disse reglene utgjør utgangspunktet. Det kreves saklig grunn til å bedrive forskjellsbehandling. Lovens ordlyd gir ingen anvisning på det nærmere innholdet i denne vurderingen.

Det finnes ingen Høyesterettspraksis om brudd på likebehandling i forbindelse med rettede emisjoner. Enkelte andre avgjørelser om brudd på likhetsprinsippet på tilstøtende områder vil kunne være relevant å sammenligne med. Momenter for vurdering og utfylling av lovens ordlyd er blant annet utviklet gjennom praksis, vedtak og uttalelser fra Oslo Børs, samt avgjørelser fra Børsklagenemda. Av særlig interesse for dette temaet er Børssirkulære nr. 2/2014 om likebehandling.

2.2.2.2.2 Informasjon

Det fremgår av § 10-3(2) at styrets forslag til emisjon skal begrunnes og at «forhold som må tillegges vekt» skal redegjøres for. Denne regelen skal ivareta aksjonærenes behov for informasjon. Gjennom en begrunnelse kan de foreta en reell vurdering av hva en rettet emisjon vil innebære før de stemmer ved generalforsamlingen⁵⁵. Et forslag fra styret om fravikelse av fortrinnsretten vil måtte begrunnes i henhold til disse reglene. For de noterte selskapene

⁵⁴ Weyer-Larsen (2015) s.11

⁵⁵ Norsk Lovkommentar, Hugo Matre, note 1743 til asl.§ 10-3(2)

kommer NUES' anbefaling som et ytterligere supplement. I punkt 4(2) oppstilles en anbefaling om at en eventuell fravikelse som foreslås av styret skal begrunnes ut i fra «selskapets og aksjeeiernes felles interesse»⁵⁶. Dette er den samme angivelse som gis i plikten til likebehandling etter vphl. §5-14. For de tilfeller at styret vedtar emisjonen etter fullmakt skal begrunnelsen for å fravike fortrinnsretten fremgå av børsmeldingen som sendes ut for å offentliggjøre emisjonen.⁵⁷

En vedtak om en rettet emisjon skal dermed begrunnes av selskapet; overfor aksjonærene og overfor offentligheten. For de noterte selskapene vil informasjonsplikten også ha en side til hensynet til markedene. Transparens i selskapsbeslutninger være viktig i bidraget til å skape tillitvekkende markeder etter børs- og verdipapirlovgivningens formål.

2.2.2.2.3 Selskapets begrunnelse

Det skal mye til for at domstolene tilsidesetter selskapenes egen begrunnelse for sin skjønnsette utøvelse i selskapsstrategiske spørsmål. Dette fremkommer blant annet i Rt. 1999 s.682 (Østlendingen) hvor retten i den skjønnsmessige saklighetsvurderingen i en samtykkenektelse la vekt på selskapets egne, subjektive, forhold. Her uttales det at nektelsen måtte anses som begrunnet i «*en planlagt selskapspolicy om ordning av egne eierforhold som domstolene ikke bør etterprøve.*»⁵⁸. I Rt. 2003 s. 335 sies det at retten bør utvise varsomhet med å sette eget skjønn over selskapenes forretningsmessige skjønn og den bransjekunnskap som ligger til grunn for et selskaps finansielle og operative strategi. Børsen har lagt seg på en tilsvarende linje for overprøving. I børsens vedtak om overtredelsesgebyr til Choice Hotels Scandinavia ASA sies det: «*børsen vil normalt ikke overprøve selskapets skjønn av rimelighet eller saklighet, og i tilfelle bare dersom forskjellsbehandlingen er klart usaklig, grovt urimelig eller det er tatt utenforliggende hensyn.*»⁵⁹ Både domstolene og børsen vil dermed være forsiktige med å tilsidesette selskapenes eget skjønn der den er forsvarlig basert på særskilt bransjekunnskap og de mål og strategier som er utledet av denne.

I hver enkelt emisjon må et selskaps begrunnelse og skjønnsmessige vurderinger underlegges en konkret og helhetlig vurdering. En rettet emisjon vil være et brudd på et selskaps plikt til å likebehandle sine aksjonærer. Utstedelsen av nye aksjer kan føre til utvanning av de eksiste-

⁵⁶ NUES-anbefalingen s. 16

⁵⁷ NUES-anbefalingen s. 16

⁵⁸ Rt. 1999 s.682 s. 693

⁵⁹ Vedtak og uttalelser 2003 s.78

rende aksjonærenes rettigheter. Dette gjelder både de økonomiske og organisatoriske rettigheter. I tillegg er det en reell fare for forfordeling i de tilfellene det blir gitt emisjonsrabatt⁶⁰.

2.2.2.2.4 Videre fremstilling

Jeg vil i det følgende se nærmere på de momenter og vurderingstemaer som kommer til anvendelse for å utfylle lovens krav om saklighet og begrunnelse i «partenes felles interesser» i vurderingen av om en rettet emisjon går klar av plikten til likebehandling.

2.2.3 Nærmere om typetilfeller i den konkrete vurderingen av fravikelse fra likebehandlingsprinsippet

2.2.3.1 Utgangspunkt

Ved gjennomføringen av en nyemisjon utsteder selskapet nye aksjer. Dette vil bety at de eksisterende aksjonærene vil kunne få en forholdsmessig reduksjon i eierandelen; deres rettigheter vil utvannes⁶¹. Utvanningen kan skje organisatorisk, finansielt eller begge deler⁶².

Organisatorisk utvanning består i at aksjenes relative stemmevekt og innflytelse vil synke, at maktforholdene i selskapet forskyves⁶³. Når emisjonen tilfører selskapet flere aksjer og de ikke fordeles på de eksisterende aksjonærene, vil det være flere stemmer rundt bordet. De som var der fra før vil dermed få en redusert innflytelse. Loven knytter visse rettigheter til visse prosentandeler aksjer. En organisatorisk utvanning kan bety at enkelte aksjonærer, alene eller sammen, mister visse lovgitte rettigheter som er knyttet opp mot den andel av den totale aksjeholdningen som besittes⁶⁴. Et eksempel på dette er aksjonærenes rett til å innkalle til generalforsamling. Etter asl. § 5-6(2) kan aksjeeiere som representerer minst en tidel av aksjekapitalen kreve at styret innkaller til ekstraordinær generalforsamling. Den tilsvarende rettighet i allmennaksjeloven er for aksjeeiere som sitter på «en tjuedel» jfr. asal. § 5-7(2). For den eller de som har en eierandel som ligger tett opp mot dette og ved en rettet emisjon blir skjøvet under denne terskelen vil dette være en stor forskyvning i rettigheter. Den samme betraktningen gjør seg gjeldende for den eller de som besitter 33 % av aksjekapitalen. Disse vil ha negativt flertall ved forslag om vedtektsendring i selskapet. Å miste denne rettigheten gjennom utvanning vil være å miste en sterk maktposisjon i et selskap.

⁶⁰ Børssirk. 2/2014 s. 9

⁶¹ Woxholth, (2012) s. 74

⁶² Degré, mail 26.10.2015

⁶³ Andenæs (2006) s. 515

⁶⁴ Degré, 27.10.2015

Graden av finansiell utvanning etter en emisjon vil komme an på emisjonskursen på de nye aksjene. Dersom kursen er «rett», vil aksjekapitalen øke tilsvarende med aksjeantallet. I det tilfellet blir det flere deltagere, men en tilsvarende «større kake» og det vil ikke foreligge finansiell utvanning⁶⁵. Likhetsprinsippet tilsier at emisjonskursen ideelt sett bør fastsettes på grunnlag av selskapets underliggende verdier⁶⁶ eller til korrekt markedspris. Hvis på den annen side det gis emisjonsrabatt vil de nye aksjeeierne få kjøpt seg like rettigheter til en billigere pris. Det foreligger dermed et verdioverføring fra de eksisterende til de nye aksjonærene⁶⁷.

En vurdering av en rettet emisjon må ta utgangspunkt i om, og i så fall i hvilken grad, det foreligger organisatorisk eller finansiell utvanning. For det tilfellet at aksjonærenes rettigheter utvannes kreves det en særlig grunn⁶⁸. Dersom begge former for utvanning foreligger må ulempene for aksjonærene vurderes helhetlig, og kravene til saklighet vil skjerpes ytterligere da ulempene samlet sett vil bli større.

Utgangspunktet for å vurdere om ulempene ved en rettet emisjon går klar av likebehandlingsreglene er om den er saklig «begrunnet i, og egnet til, å fremme utsteders og verdipapirinnhavernes felles interesser»⁶⁹ etter vphl § 5-14 (1) 2 pkt., og om den kan begrunnes ut i fra langsiktige økonomiske gevinstbetraktninger for selskap og aksjonærfellesskapet etter aksje-lovgivningen. I det videre skal jeg se nærmere på hvilke temaer som kan være relevante i vurderingen av fravikelse av likebehandlingsplikten i forbindelse med rettede emisjoner.

2.2.3.2 Saklige grunner til fravikelse av likebehandling

2.2.3.2.1 Formål

Som beskrevet over kan en rettet emisjon føre til utvanning av de eksisterende aksjonærenes rettigheter. Denne utvanningen må være utgangspunktet i en helhetsvurdering hvor emisjonens nytte for selskapet og ulempene for de forskjellsbehandlede aksjonærer må avveies⁷⁰. Formålet med emisjonen må være egnet til å oppnå fordeler som er større enn ulempene.

Etter myndighetsmisbruksreglene er det forbudt mot å gi «visse aksjeeiere» urimelige fordeler «på andre aksjeeieres bekostning». Paragraf 5-21 vil dermed sette en rimelighetsskranke for generalforsamlingsvedtak om emisjoner rettet mot enkelte av de eksisterende aksjonærene. I det tilfellet at emisjonen gjennomføres etter styrefullmakt er det antatt at, i tillegg til § 6-28,

⁶⁵ Degré, 27.10.2015

⁶⁶ Andenæs (2006) s. 520

⁶⁷ Børssirk. 2/2014, s. 9

⁶⁸ Børssirk. 2/2014, s. 7

⁶⁹ Weyer- Larsen, (2015) s. 22

⁷⁰ Degré, mail 26.10

den alminnelige lojalitetsplikten i egenskap av styremedlemmenes stilling kunne gi skjerpende føringer for beslutningen⁷¹. Disse reglene vil sette en skranke for det tilfellet at emisjonen rettes mot enkelte av de eksisterende aksjonærene. For det tilfellet at den rettes mot «andre» vil det bli en rimelighetsvurdering som ligger på siden av likebehandlingsprinsippet. Det vil bli en ikke ulik vurdering, om enn med et annet grunnlag.

Arten og graden av forskjellsbehandling må vurderes og avveies mot hensynene som taler for å gjennomføre den rettede emisjonen⁷².

2.2.3.2.2 Akutt likviditetsbehov

Et akutt likviditetsbehov kan etter omstendighetene være en saklig grunn til å forskjellsbehandle. I tilfelle av et akutt behov for likviditet kan en rettet emisjon være et nyttig verktøy. Det vil her være forskjellige utgangspunkt for et AS og et ASA. Et AS vil som oftest ha en lavere omsetning og likviditet i sine aksjer, i tillegg til at det legges sterkere føringer for hvor de kan rette en emisjon, jfr. asl. § 10-1(1).

For et notert ASA vil det være langt flere steder å henvende seg. Et notert allmennaksjeselskap vil kunne begrunne en rettet emisjon ut i fra markedsmessige hensyn, og ut fra at det er en fleksibel og effektiv måte å innhente ny kapital. Rettede emisjoner er en utbredt finansieringskilde blant norske og utenlandske investorer ved Oslo Børs⁷³.

Dersom en rettet emisjon gjennomføres på grunn av en likviditetskrise kan dette være et argument begrunnet i partenes felles interesser. En likviditetskrise kan føre til at det må avstå fra forretningsmessige disposisjoner som vil gagne selskapet og dets aksjonærer på lang sikt, eller i verste fall konkurs. I tilfelle av akutt likviditetsbehov kan det for selskapet være atskillig mindre handlingsrom i å finne andre finansieringskilder. At mulige handlingsalternativer for å innhente penger er vanskeligere tilgjengelig kan gi større rom for å godta forskjellsbehandling⁷⁴. Det kan også være tidkrevende å kontakte alle aksjonærer, utarbeide prospekter og lignende⁷⁵. Dette vil naturligvis være avhengig av selskapets størrelse og eiersammensetning, med mere. I tilfelle av akutt likviditetsbehov kan en rettet emisjon være et fleksibelt og tidsbesparende verktøy. Selskapene er i disse tilfellene ansett å ha et visst slingringsmonn.⁷⁶ Det er allikevel en plikt for selskapet om å vurdere muligheter for alternative finansieringskilder,

⁷¹ Gina Bråthen (2014) s. 159

⁷² Vedtak og uttalelser, 2009, s.95

⁷³ Børssirk. 2/2014 s. 2

⁷⁴ Weyer- Larsen (2015), s.14

⁷⁵ Degré, materiell børsrettsdagene (2013), s.14

⁷⁶ Børssirk. 2/2014 s. 9

så som banklån etc. som vil være mindre inngripende i forhold til kravet om likebehandling⁷⁷. På den annen side kan disse typene finansieringskilder i enkelte tilfeller være mindre hensiktsmessige ut i fra en vurdering av tid og transaksjonskostnader. Tidsaspektet vil i enkelte tilfeller kunne være et tungtveiende argument. Kostnadsbesparelsen i å benytte en rettet emisjon som finansieringskilde må da vurderes opp mot de ulempene som påføres de tilsidesatte eksisterende aksjonærene.

RG 1996 s.491(Frostating) omhandlet et selskap som nedskrev sin aksjekapital til null, og deretter tegnet ny kapital gjennom en emisjon rettet mot én av de eksisterende og flere nye aksjonærer. Lagmannsretten sier her at «*Hvor grensen går mellom saklig begrunnede vedtak for en rettet emisjon og urimelig forskjellsbehandling av aksjonærene, må avgjøres konkret ut i fra situasjonen i selskapet*»⁷⁸. I dette tilfellet var det en klar tilsidesettelse og utvanning av de eksisterende aksjonærene, men det ble allikevel ikke ansett som urimelig. Lagmannsretten kom her frem til at nedskrivningen og den påfølgende fravikelsen av de eksisterende eieres fortrinnsrett var saklig begrunnet i selskapets interesse da den økonomiske situasjonen var prekær og kapitalforhøyelsen ville muliggjøre at det holdt seg flytende. De samlede fordeler oversteg ulempene for de tilsidesatte aksjonærer og urimelighetsinnsigelsen ble avvist.

I saken om Renewable Energy Corporation ASA (REC)⁷⁹, inntatt i Oslo Børs' vedtak og uttalelser 2013, ble likviditetsbehov anført som grunnlag for en rettet emisjon. Her hadde REC et akutt behov for tilførsel av likviditet samtidig som dets største eier, Orkla, ikke ville gå inn med mer kapital. Etter Oslo Børs' vurderinger ble to av aksjonærene tildelt uforholdsmessig store andeler i emisjonen, samtidig som de hadde en spesiell tilknytning til selskapet. Den ene gjennom å være styreleder og den andre ved å være et selskap med samme eier som RECs største aksjonær, Orkla. Den relativt store forskjellsbehandlingen som ble gjort mot øvrige aksjonærer ble ansett som kritikkverdig, men ikke nok til å bli sanksjonert. Denne saken viser at det ved akutt likviditetsbehov kan være rom for ganske stor forskjellsbehandling for å «redde» selskapet. Denne typen situasjonen kan nok også i ekstreme tilfeller få et preg av «nødrett» ved at tiden er knapp og konsekvensene av å ikke få likviditeten i orden kan være store for alle parter. Å innhente tiltrengt kapital på nødvendig rask måte gjennom en rettet emisjon vil dermed kunne være forankret i «partenes felles interesse».

⁷⁷ Børssirk. 2/2014 s. 9

⁷⁸ RG 1996 s.491, s. 493

⁷⁹ Vedtak og uttalelser 2013 pkt. 4.1.1

Behovet for rask innhenting av kapital fritar ikke selskapet fra å måtte ta en avveid og rimelig vurdering av hvor den skal hentes fra og hvordan. I Opticom-saken⁸⁰, inntatt i børsens vedtak og uttalelser 2006, ble det vurdert dithen at den rettede emisjonen ble gjennomført mot en utvalgt aksjonær for å holde innflytelsen på styrets hender etter at deler av deres aksjeposter ble tvangssolgt. Børsen uttalte at mens de øvrige aksjonærer måtte forvente en rettet emisjon ut i fra selskapets kapitalbehov behøvde de ikke forvente at den skulle rettes utelukkende mot «den aksjonær som utgjorde del av det sittende styrets maktgrunnlag»⁸¹. Å rette en emisjon mot utvalgte aksjonærer for å bevare maktbalansen ble dermed ansett å være et utenforliggende hensyn. I denne saken valgte børsen å ilegge selskapet overtredelsesgebyr for brudd på likebehandlingsreglene.

Truyen skriver at kravet til gevinstmaksimering betyr at aksjenes verdi skal settes til det høyeste mulige beløp, forholdene tatt til betraktning. Dette vil måtte vurderes opp mot formålet med, og omstendighetene rundt emisjonen⁸². Det kan også tenkes at tegnerne vil sette visse vilkår for tegningen, og ved et akutt behov for likviditet kan kapitalsterke investorer ha gode kort på hånden. Børsen uttaler i Børssirkulære 2/2014 at det selv i disse tilfeller må settes en grense for hva selskapet kan akseptere av betingelser, selv der det har preg av å være en «redningsaksjon».⁸³

2.2.3.2.3 Strategisk nyttig investor

Et formål om å forme strategiske allianser gjennom emisjonen vil kunne være en relevant begrunnelse⁸⁴. Visse investorer kan være fordelaktige for et ASA ved at de gir et positivt signal til markedet og øvrige investorer. På børsen, som ellers, er det enkelte aktører som har en særlig tillit og vekt som markedsaktører og som kan gi en betydelig positiv signaleffekt gjennom sine kjøp. Dette kan for selskapet føre til lettere omsetning ved en senere, offentlig emisjon. Ved større interesse for aksjen kan en høyere kurs muliggjøres og dette kan gi en bedre pris ved senere innhenting av egenkapital. Man kan også «fange» interessante investorer og knytte de opp mot eget selskap, på bekostning av konkurrentene.

For et AS vil ikke markedstankegangen være relevant, men et mål om å knytte til seg eiere eller investorer med særskilt kunnskap vil kunne være relevante begrunnelser for begge selskapstyper⁸⁵. Å rette en emisjon mot nye investorer som kan tilføre selskapet ny kunnskap vil

⁸⁰ Vedtak og uttalelser, 2006 pkt. 5.4

⁸¹ Vedtak og uttalelser, 2006 s. 58

⁸² Truyen, (2005) s. 383

⁸³ Børssirk. 2/2014 s. 10

⁸⁴ Andenæs (2006) s. 521

⁸⁵ Andenæs (2006) s. 521

være en langsiktig investering. Disse kan bidra med å styrke selskapet faglig og kan også tenkes å gjøre selskapet mer attraktiv for eventuelle nye ansettelser. Investorer kan også gi tilgang på strategiske nettverk og allianser.⁸⁶

2.2.3.2.4 Ansatte

For aksjeselskaper har det tradisjonelt vært ansett at gyldig tilsidesettelse av de eksisterende aksjonærs fortrinnsrett er begrenset til de tilfeller hvor de nye aksjene utstedes til aksjonærer selskapet har en særlig interesse av å knytte til seg⁸⁷. Som tidligere nevnt vil et aksjeselskap måtte rette seg mot eksisterende eller bestemte navngitte aksjonærer. Et formål om å knytte ansatte og ledelsen tettere opp mot selskapet har etter alminnelig rettsoppfatning vært en gyldig begrunnelse for en rettet emisjon⁸⁸. I RG 2001 s. 841 fant lagmannsretten at en emisjon med det formål å knytte de ansatte tettere opp mot selskapet var ansett å være tilstrekkelig knyttet til selskapsinteressen til at det innebar en gyldig tilsidesettelse av de eldre aksjonærens fortrinnsrett. En emisjon rettet mot ansatte kan dermed begrunnes ut i fra selskapets langsiktige økonomiske interesse⁸⁹.

Å gi ansatte, ledelsen og tillitsvalgte tilgang på å tegne aksjer kan motivere til innsats og lojalitet og knyttet de tettere opp mot selskapet. Det kan også gi et annet ansvarsforhold når de ansatte går til å bli deleier heller enn bare lønnsinntaker i en bedrift. Det vil kunne gjøre seg gjeldende noe forskjellige vurderinger ut i fra om det er et lite selskap med en tett eierstruktur, eller et ASA med mange og omsettelige aksjer. Å bruke rettede emisjoner for å skape motivasjon og tilknytning hos viktige ansatte kan være en langsiktig investering og fordelaktig i selskapets ansattepolitikk.

2.2.3.3 Reparerende tiltak

Etter en gjennomført rettet emisjon vil det være mulig for selskapet å iverksette en såkalt reparasjonsemisjon. Børsen uttaler i sirkulære 2/2014 at selv i de tilfellene hvor akutt likviditetsbehov eller andre særlig gode grunner har ført til gjennomføring av en rettet emisjon vil det foreligge en plikt for styret å vurdere å fremme forslag om, eller å beslutte gjennomføring av, en reparasjonsemisjon⁹⁰. De uttaler her at gjennomføringen av en reparasjonsemisjon vil være et tiltak som vil vektlegges i børsens vurdering om det foreligger usaklig forskjellsbehandling⁹¹. En reparasjonsemisjon er et tiltak som kan gi de forbigåtte aksjonærene mulighe-

⁸⁶ Børssirk. 2/2014 s. 8

⁸⁷ Andenæs (2006) s. 520

⁸⁸ Andenæs (2006) s. 521

⁸⁹ Bråthen, Gina, (2012) s. 40

⁹⁰ Børssirk. 2/2014 s. 11

⁹¹ Børssirk. 2/2014 s. 11.

ten til å kjøpe seg opp mot, eller til, den eierandel de hadde før den rettede emisjonen. Grovt forenklet kan man si at en reparasjonsemisjon for å oppveie den rettede emisjonen bør tilbys på samme vilkår og helt eller delvis oppveie utvanningen som rammer de som ikke fikk ta del. I hvilken grad dette oppnås vil være et relevant moment for å vurdere om den opprinnelige emisjonen vurderes å være innenfor saklighetskravet⁹². Hvis aksjonærene kan kjøpe seg opp til den samme andel aksjer som før vil dette motvirke den organisatoriske utvanningen. Om det skjer til samme kurs vil kunne motvirke den finansielle. Men også her må det foretas en skjønnsmessig vurdering av tiltakets egnethet. Dette reparerende tiltaket vil allikevel ikke fritta styret fra en eventuell tidligere omgåelse av å vurdere alternative tiltak som kunne ha ført til en lavere grad av forskjellsbehandling.

I børssirkulære 2/2014 uttales det at hvor raskt reparasjonsemisjonen foretas, at den gjennomføres til samme kurs og omfatter et antall aksjer som gir mulighet for å motvirke utvanningen, alle er momenter som tillegges vekt i saklighetsvurderingen. På den annen side vil det kunne være saklige grunner til å fravike dette. For eksempel vil en sterk endring av aksjekursen kunne gjøre en senere reparasjonsemisjon vanskelig. Her vil det være nødvendig med en egnethetsvurdering i forhold til den konkrete situasjonen. I den tidligere omtalte saken om REC ble minoritetsaksjonærene som deltok fullt ut i reparasjonsemisjonen allikevel utvannet med rundt 23 %. Selskapet mottok kritikk for saken, men ble ikke ilagt overtredelsesgebyr. I denne saken var det akutte behovet for likviditet dermed ansett å være så tungtveiende at selv en relativt stor grad av utvanning ikke ble ansett som et vesentlig brudd på likebehandlingsreglene.

2.2.4 Selskapets handlingsrom

Vilkårene for emisjonen vil være et grunnleggende vurderingstema i tillegg til de ovennevnte formål og begrunnelse. Tiltaket må være egnet til å oppnå de ønskede mål, og det må foreligge en viss forholdsmessighet mellom den gevinsten som oppnås og den ulempen det vil medføre for aksjonærene som rammes. I tillegg kreves det foretatt en vurdering av eventuelle handlingsalternativer som kunne gitt en lavere grad av forskjellbehandling.⁹³

I seg selv er det ingen grunn som alene vil være tilstrekkelig grunn til å fravike selskapets plikt til likebehandling. De ovennevnte vurderingstemaene vil kun være momenter i en helhetsvurdering som ser an til resultatet av tiltaket. Den eventuelle organisatoriske og finansielle utvanningen som aksjonærene rammes av vil her bli utgangspunktet for den videre vurde-

⁹² Børssirk. 2/2014 s. 11.

⁹³ Børssirk. 2/2014 s. 5

ringen. De forskjellige momenter i vurderingen kan isolert sett være saklige men kan allikevel samlet sett få et urimelig utslag.

Lovens bestemmelser gir utgangspunktet styret må fatte sine vedtak etter. Utfyllingen av normen har vokst frem gjennom praksis. Styrets handlinger vil i tillegg vurderes opp mot alminnelige habilitetsbetraktninger og den skranken som oppstilles gjennom aksjelovens myndighetsmisbruksregler.

Vedtaket av et tiltak kan i tilfeller der hvor styremedlemmer eller andre som er involvert har en særlig personlig eller økonomisk interesse, få en side mot habilitetsspørsmål. Børsen uttaler i Vedtak og Uttalelser 2013 at «*styrets saksbehandling og habilitet etter børsens oppfatning har en klar side til vurderingen av likebehandlingsspørsmålet*»⁹⁴. I disse tilfellene kan det være økt fare for at det vektlegges utenforliggende eller vilkårlige hensyn og styret eller det behandelende organ bør vise bevissthet om dette i behandlingen⁹⁵.

I de sakene hvor børsen har vedtatt overtredelsesgebyr har et sentralt punkt vært at selskapene har lagt utenforliggende hensyn til grunn for sine vedtak. Dette kan sees opp mot avgjørelsene om saklig grunn til nektelse i som ble grunnlagt i Høyesterettsdommene «Østlendingen» og «Stangeskovene». Her ble saklighetsvurderingen knyttet direkte opp mot selskapets egne forhold og de forventninger for, og hensyn til, aksjonærene, som kunne utledes av disse.

I Børsens vedtak og uttalelser 2009 om deling av REM Offshore ASA⁹⁶ vurderte Oslo Børs saklighetskravet gjennom om styret hadde tatt vilkårlige eller utenforliggende hensyn i sitt vedtak om å dele selskapet. Delingen ville føre til ulemper for mindretallsaksjonærene. I denne saken tok Oslo Børs utgangspunkt, ikke i en vurdering av om den fastlåste konflikten mellom eierne var uheldig for selskapet og dermed i seg selv en saklig grunn. Børsen la vekt på om styrets behandling av saken var forsvarlig. Styret la i sin behandling vekt på at konflikten kunne virke hemmende på selskapets vekst og at den fastlåste eiersituasjonen ville kunne vanskeliggjøre gjennomføring av strategiske beslutninger og tilslutninger til en videre strategi for selskapet. Børsen kom i sitt vedtak frem til at dette var relevante momenter og at vedtaket dermed ikke bygger på vilkårlighet og utenforliggende hensyn, men var begrunnet i hensyn til selskapet og aksjonærene. Det ble videre vurdert at de fordelene aksjonærene mistet gjennom delingen, forskjellsbehandlingen, ikke var nok til å være et brudd på likebehandlingsreglene. En forskjellsbehandling som kunne motvirke den fastlåste situasjonen selskapet var i ble ansett å være tilstrekkelig forankret i selskapets, og dets aksjonærers, interesse. Det er dermed

⁹⁴ Vedtak og uttalelser 2013 s. 76

⁹⁵ Vedtak og uttalelser 2013 s. 76

⁹⁶ Vedtak og uttalelser 2009 s. 89

selskapets vurdering av faktum og videre handlinger som er det avgjørende i vurderingen av om det foreligger saklig grunn til forskjellsbehandling, ikke at faktum i seg selv gir en god grunn.

Selv om denne saken omhandlet deling av et selskap, og ikke rettede emisjoner, vil den gi uttrykk for hva børsen vektlegger i vurderinger av likebehandling.

Siden 2003 har Oslo Børs kun ved én anledning overprøvd et selskaps skjønnsmessige vurdering og ilagt overtredelsesgebyr for brudd på likebehandlingsprinsippet⁹⁷. I Opticom-saken⁹⁸ ble emisjonen rettet mot en utvalgt aksjonær for å holde den kontrollerende innflytelse på det sittende styrets hender. En emisjon som foretas for å oppnå en sikring av den eksisterende maktbalansen ble ansett for å være et utenforliggende hensyn og et sanksjonerbart brudd på likebehandlingsplikten.

Gjennomgangen av rettspraksis og praksis ved Oslo Børs tyder på at det kreves vesentlige brudd på likebehandlingsprinsippet for at et vedtak som formelt sett er korrekt vedtatt skal tilsidesettes. Selskapene virker å ha relativt stort handlingsrom så lenge de preseptoriske reglene overholdes og tiltaket ikke bygger på vilkårlige eller utenforliggende hensyn.

Dette kan tyde på at aksjonærenes interesser har relativt lav rettslig beskyttelse i de tilfellene hvor tiltaket er begrunnet i selskapsinteressen og ikke i utenforliggende forhold. Dersom styret vurderes til å ha gjort en aktsom vurdering tyder det på at det er en høy terskel for at domstolene eller børsen sanksjonerer selskapets behandling av sine aksjonærer.

Gjennomgang av praksis tyder på at aksjonærer har et relativt lavt rettslig vern mot forskjellsbehandling i rettede emisjoner. For aksjonærer i et ASA vil markedsmekanismene kunne komme til som et korrektiv for noterte selskaper som bedriver urimelig forskjellsbehandling. Aksjonærer som føler seg tilsidesatt, eller er redd for å bli det, kan velge å selge seg ut. Det kan også påløpe en risikorabatt for hva nye investorer er villig til å betale for aksjene. For det tilfellet at markedet priser ned et selskap på grunn av forskjellsbehandling av sine aksjonærer vil det for selskapet bety at egenkapital blir dyrere ved senere emisjoner. Fare for forskjellsbehandling kan bli en ekstra kostnad som aksjonærene priser inn. Selskaper som ikke overholder likebehandlingsplikten vil dermed «straffes» ved senere kapitalinnhenting i markedet. Dette kan sies å være et ytterligere, markedsgitt, incentiv for å overholde likebehandlingsreglene. I disse tilfellene kan markedet og markedsaktørene sies å gi aksjonærene en ekstra beskyttelse.⁹⁹

⁹⁷ Degré, mail, 14.10.15

⁹⁸ Vedtak og uttalelser 2006 pkt. 5.4

⁹⁹ Degré, 27.10.2015

2.2.5 Oppsummering

Etter dette ser vi at en rettet emisjon er et tiltak som i seg selv vil kunne være et brudd på likebehandlingsprinsippet. Dersom dette bruddet kan forsvares og begrunnes ut i fra saklig begrunnede hensyn til både selskap og aksjeinnehavere kan det godtas på vilkår om at andre alternativer har blitt vurdert, og at reparerende tiltak er igangsatt i de tilfeller hvor det vil være hensiktsmessig. I vurderingen av styrets behandling er det springende punkt om det er tatt utenforliggende eller vilkårlige hensyn.

Vurderingstemaene for gjennomføringen av rettede emisjoner er illustrerende for den balansegangen som er nødvendig for selskapene i vurderinger i ivaretagelsen av likhetsprinsippet. De momentene som er utviklet for denne vurderingen er utpreget skjønnsmessige, men pålegger selskapene en plikt til steg for steg å vurdere utgangspunktet, helheten og eventuelle alternativer for å nå løsninger hvor ulemper for de tilsidesatte aksjonærene alltid skal søkes minimert og forankres i en (potensiell) langsiktig gevinst for selskapet og dets eiere.

2.3 Vedtektsbestemt fravikelse av likebehandlingsprinsippet

2.3.1 Vedtekter

Likebehandlingsplikten kan fravikes gjennom avtale, det vil si gjennom selskapets vedtekter. Tema for de to neste delene av denne oppgaven omhandler fravikelse fra likhetsprinsippet gjennom vedtektsfestede aksjeklasser og vedtektsforankrede omsetningsbegrensninger. Dette vil illustrere fravikelse fra likebehandlingsprinsippet gjennom praktiske eksempler på fravikelse; på aksjeklasser med stemmeretts- eller utbyttebegrensninger, og gjennom vurderinger om hva som kan anses for å være saklig grunn for å nekte salg av en aksjepost.

Vedtekter er en obligatorisk del av et selskaps stiftelsesgrunnlag¹⁰⁰ og er en forutsetning for at et aksje- eller allmennaksjeselskap kan registreres, jfr. § 2-18. De formelle minstekrav til vedtektene finner vi i aksjelovenes § 2-2. Her kreves det at organisatorisk informasjon som selskapets navn, formål og forretningssted oppgis, i tillegg til de økonomiske forhold om aksjekapitalens størrelse og antallet aksjer. I asal er det i tillegg til det ovennevnte oppstilt krav om definisjon av selskapsform, antall ledende ansatte og styremedlemmer.

Vedtektene er en type privat regulering som supplerer selskapslovgivningen. Aksjonærenes rettigheter og plikter har sitt grunnlag i vedtektene, et avtaleforhold som både binder deltager-

¹⁰⁰ Andenæs, (2006) s. 46

ne og konstituerer selskapet.¹⁰¹ Lovgivningens preseptoriske regler kan ikke fravikes i vedtektene, men det er adgang til å fravike de deklarasjoniske regler, samt å oppstille andre og mer skjerpene regler for det aktuelle selskapet. Det er kun minstekravene som fremkommer av § 2-2.¹⁰²

I tillegg til det praktisk organisatoriske og økonomiske er formålsangivelsen, som angitt gjennom virksomhetsbeskrivelsen, sentral. Her vil det legges føringer for hva slags selskap det tar sikte på å være. På den måten sikres forutberegnelighet for selskapets eiere og deres investeringer.¹⁰³ Vedtektene kommer som en forlengelse av dette og blir kalt selskapenes «grunnlov». Det er her, innenfor lovens grenser, man kan definere selskapets formål, retning og karakter. Formålsangivelsen kan være viktig ved senere tolkning og utfylling både av vedtektene¹⁰⁴ og av lovregler med utpreget skjønnsmessig innhold¹⁰⁵. Som skal drøftes senere kan en saklighetsvurdering legge vekt på selskapets særegne forhold som utledet, blant annet, av vedtektene. NUES- anbefalingen pkt. 2 anbefaler tydeliggjøring av virksomheten i vedtektene. Sammen med selskapets offentliggjorte mål og strategier vil dette sikre forutberegnelighet og forutsigbarhet for både eksisterende og potensielt nye aksjonærer.¹⁰⁶

Det særegne med vedtekter, sammenlignet med andre avtaleforhold, er at de som hovedregel kan endres uten at alle avtaleparter er enige om det.¹⁰⁷ Det finnes visse unntak, som for eksempel de særskilte stemmekrav i §§ 5-19 og 5-20, men i hovedsak gjelder det her et flertallsprinsipp som betyr at vedtektene kan endres med 2/3 flertall.

Aksjonærenes rettigheter følger direkte av deres innehav av aksjer. Disse rettighetene kan grovt sett deles inn i økonomiske rettigheter, forvaltnings-, og disposisjonsrettigheter¹⁰⁸. Med visse unntak kan aksjonærrettighetene, innenfor de lovgitte rammene, reguleres i et selskaps vedtekter¹⁰⁹. Det kan også knyttes aksjonærrettigheter opp mot aksjonærens person (en såkalt «personklausul»), som for eksempel at aksjonæren alene, eller med andre, ikke skal kunne stemme for mer enn en viss andel av stemmene på generalforsamlingen¹¹⁰.

¹⁰¹ Woxholth, (2012) s. 98

¹⁰² Andenæs (2006) s. 47

¹⁰³ Andenæs (2006) s.48

¹⁰⁴ Andenæs (2006) s. 53

¹⁰⁵ Se under om drøftelsen av Rt. 1999 s. 1682

¹⁰⁶ NUES- anbefalingen, s. 12

¹⁰⁷ Woxholth, (2012) s. 99

¹⁰⁸ Werlauff, (2013) s. 395

¹⁰⁹ Bråthen, Tore, (2012) s. 31,32

¹¹⁰ Bråthen, Tore, (2012) s. 32

I vedtektene kan selskapet, innenfor lovens rammer, vedta en lang rekke begrensninger eller særreguleringer av rettigheter knyttet til innehav av selskapets aksjer. I enkelte tilfeller kan dette stride mot prinsippet om likebehandling.

Den følgende fremstillingen begrenser seg til de vedtektsbestemmelser som oppretter aksjeklasser, og de som hjemler samtykkekrav ved omsetning av aksjer.

2.4 Særlig om Aksjeklasser

2.4.1 Innledning

Etter aksjelovenes § 4-1 gir alle aksjer lik rett i selskapet. Gjennom vedtektene har et selskap anledning til å fravike denne deklatoriske hovedregel om likhet for aksjene. Paragraf 4-1 (1) 2. pkt. hjemler unntaket fra hovedregelen; selskapets rett til å vedtektsfeste at det skal være ulike *typer* av aksjer i selskapet.

Dersom det knytter seg forskjellige rettigheter til å inneha ulike typer aksjer har selskapet forskjellige aksjeklasser.¹¹¹ Opprettelse av aksjeklasser er den eneste tekniske måten et selskap permanent kan fravike likhetsgrunnsetningen på¹¹². Hva disse forskjellene består i skal fremgå av vedtektene jfr. § 4-1 (1) 3 pkt. Ulikhetene i de forskjellige klassene må bestå av rettigheter knyttet til aksjene, ikke til aksjeeierne. En personklausul vil således ikke skape en aksjeklasse¹¹³.

Det følger av likhetsgrunnsetningen i § 4-1 at det må være enighet fra samtlige stiftere av selskapet dersom det skal etableres aksjeklasser fra selskapets begynnelse. Selskapet opprettes ved «simultanstiftelse»¹¹⁴ når samtlige grunnleggere undertegner stiftelsesdokumentet, inneholdende vedtektene, etter § 2-1, og det følger deretter av § 4-1 at aksjene skal være likestilt fra begynnelsen.¹¹⁵ Å fravike utgangspunktet om likhet krever her, som ellers, et særlig grunnlag. Det særlige grunnlaget i dette tilfellet vil være et særskilt flertallskrav. Dersom selskapet skal opprette aksjeklasser, enten ved stiftelsen eller senere, vil dette reguleres av § 5-20. Etter § 5-20(1) nr.4 skal beslutninger som fører til en forskyvelse av rettighetsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer kreve tilslutning fra samtlige aksjeeiere.

¹¹¹ Bråthen, Tore, (2000) Magma 3/2000 *Se note til Bråthens artikler i Magma under Litteratur/Kildehenvisninger

¹¹² Werlauff, (2013) s. 394

¹¹³ Sundby, (2003) s. 231

¹¹⁴ Sundby, (2003) s. 239

¹¹⁵ Sundby, (2003) s. 239

Dersom en senere opprettelse av en aksjeklasse kun berører en del av aksjonærene vil stemmekravene i § 5-20(2) komme til anvendelse. Denne beslutningen vil da ha to kumulative krav; det kreves tilslutning fra «samtlige berørte» aksjeeiere og flertall som for vedtektsendringer.

Etter dette ser vi at likhetsprinsippet etter § 4-1 opprettholdes som utgangspunkt ved innførsel av aksjeklasser gjennom at endring krever enighet fra alle som får sine rettigheter endret eller forskjøvet gjennom opprettelse av aksjeklasser. Likhetsprinsippet vernes som utgangspunkt gjennom de særlige flertallskrav for opprettelse av aksjeklasser. Deretter kommer aksjonærenes alminnelige avtalefrihet i kontraktsforhold til. Likhetsgrunnsetningen blir stående som utgangspunkt og hovedregel. Fravikelsen av denne må besluttes av de berørte parter. I disse tilfellene er det ikke en «saklig grunn» som ligger i bunnen for et brudd på likhetsprinsippet, men et bevisst valg fra «samtlige» berørte aksjeeiere.

2.4.2 Formål med aksjeklasser

Adgangen til å opprette aksjeklasser er et område hvor aksjeselskapslovgivningens fleksibilitet tydeliggjøres. Gjennom aksjeklasser er det mulig å tilpasse sentrale anliggender innen eierstruktur, innflytelse og økonomiske disposisjoner til det enkelte selskaps behov og formål. Aksjeklasser kan bidra til å konsentrere makt og innflytelse, økonomiske rettigheter og legge til rette for overdragelse for eksempel ved et generasjonsskifte. Gjennom å sikre at kontrollen er fast på visse hender kan man trygge langsiktighet og stabilitet. Muligheten for å innhente kapital uten å miste innflytelse kan være viktig for enkelte typer selskaper med en tettere eierstruktur, for eksempel gründerbedrifter hvor det kan være ønskelig, både for eier og kanskje selskapet, å ha et langsiktig og stabilt eierskap på samme tid som det er behov for tilførsel av kapital. Dette vil bli drøftet mer inngående i de følgende avsnitt.

Historisk var aksjeklasser med differensiert stemmevekt hensiktsmessig i forhold til utenlandske eiere. Konesjonslovgivningen oppstilte tidligere et krav om konsesjon hvis mer enn en tredjedel av stemmeberettigede aksjer var på utenlandske hender¹¹⁶. For å kunne innhente kapital fra utlandet utstedte derfor selskaper stemmerettsløse aksjer¹¹⁷. Dette behovet forsvant med Norges inntreden i EØS-samarbeidet, da denne typen forskjellsbehandling ble forbudt.

I Sverige er bruken av aksjeklasser mer utbredt enn i Norge. Dette har delvis en historisk forklaring da vi ser en større andel av selskaper som har fortsatt innenfor gründernes familier.

¹¹⁶ Sundby, (2003) s.236

¹¹⁷ Ødegaard, (1999), s.3

Aksjeklasser er da benyttet som en hensiktsmessig måte å sikre videreføring av kontroll samtidig som det åpner selskapet for eksterne investorer ved børsnotering.¹¹⁸

I Norge er det en liten, og synkende, andel av børsnoterte selskaper som opererer med aksjeklasser¹¹⁹. For noterte allmennaksjeselskaper kommer NUES anbefalingen inn som et ekstra hensyn i vurderingen om å dele opp sin aksjekapital i flere klasser. Etter NUES pkt. 4 som omhandler likebehandling av aksjonærene fastsetter 1. ledd at «selskapet bør ha kun én aksjeklasse»¹²⁰

2.4.3 Typer av aksjeklasser

Aksjeklassene vil angi særskilte reguleringer om økonomiske, organisatoriske eller disposisjonsmessige beføyelser¹²¹ knyttet til selskapets aksjer. Det er mange måter et selskap kan inndelegge aksjene i klasser. Eksempler på inndeling kan være stemmerett, eller –vekt, rett til utbytte, og på rett til å velge styret, styreleder eller styremedlemmer. Rettighetene kan innebære små eller store forskjeller i rettigheter. Hvilke rettigheter som følger av de ulike aksjeklassene må utledes gjennom tolkning av det enkelte selskaps vedtekter¹²².

De såkalte «Golden shares» er en særlig «tung» type aksje som ligger på staters hender etter privatisering av tidligere statseide selskaper. Ved å beholde en «golden share» har staten vetorett i forhold til visse sentrale spørsmål.¹²³ Det har vært flere rettssaker i EU-domstolen om statenes adgang til å holde denne typen aksjer. Praksis fra EU-domstolen viser at det avgjørende vil være om det er et privat selskap hvor det er av «essensiell betydning» for staten å beholde denne typen kontroll¹²⁴. Dersom dette ikke er tilfelle vil det være vanskelig å legitimere virkningene en så sterk grad av statlig kontroll i et selskap som ellers skal operere på lik linje med andre selskaper på ellers like betingelser.¹²⁵ (Av plasshensyn vil ikke «golden shares» bli drøftet mer inngående.)

Hovedregelen om likebehandling etter § 4-1, at alle aksjer gir lik rett i selskapet, kan dermed fravikes gjennom lovlig oppstilte vedtekter. Men likhetsgrunnsetningen skal videreføres innad i de særskilte aksjeklasser.

Retten til utbytte og stemmerett kan sies å være de to de mest sentrale aksjonærrettighetene. Jeg vil derfor begrense den videre fremstillingen til aksjeklasser som legger føringer på disse rettighetene.

¹¹⁸ Ødegaard, (1999) s. 5

¹¹⁹ Ødegaard, (1999) s. 7

¹²⁰ NUES pkt. 4(1)

¹²¹ Werlauff, (2013) s.395

¹²² Bråthen, Magma nr.3 (2000) *

¹²³ Bråthen, Magma nr.3 (2000) *.

¹²⁴ Terkelsen, (2008) s. 34

¹²⁵ Terkelsen, (2008) s. 34

2.4.3.1.1 Stemmerettsbegrensninger

Hovedregelen om stemmerett finner vi i asl. § 5-3 og asal. § 5-4. Her fastsettes at én aksje gir én stemme. Aksjonærenes innflytelse er dermed proporsjonal med det antallet aksjer de besitter. Gjennom disse reglene kommer prinsippet om likebehandling som følger av § 4-1 klart til syne.

I de tilfeller hvor en aksjeklasse har vedtektsfestede begrensninger i stemmeretten, skiller de to aksjelovene seg fra hverandre. Asl. §5-3 (1) 3 pkt. gir hjemmel for at stemmerettsbegrensninger knyttet til aksjeklasser kan angis i vedtektene. For aksjeselskaper er det dermed full anledning til å vedtektsfeste gradert eller ingen stemmevekt innen en aksjeklasse. For allmennaksjeselskaper gjelder det samme utgangspunkt, men det finnes en særregulering i asal. § 5-4 (1) om godkjennelse fra nærings- og handelsdepartementet dersom stemmevekt skal begrenses for et samlet antall aksjer som overstiger mer enn halvparten av aksjekapitalen i selskapet.

Forskjeller i stemmevekt i de forskjellige aksjeklasser kan gjennomføres på tre måter. De kan følge lovens hovedregel om at én aksje gir én stemme, de kan differensieres gjennom at en klasse har lavere/gradert stemmevekt, eller gjennom at aksjer innen en klasse er stemmerettsløse.

Begrensninger i stemmeretten kan være enten kvantitativ ved at den knyttes til aksjene, eller den kan være kvalitativ; at den knyttes til person¹²⁶. De kvalitative begrensningene vil ikke resultere i en aksjeklasse. Det vil kun være de kvantitative begrensningene som behandles i det følgende.

2.4.3.1.2 Utbyttebegrensninger

Aksjeselskapenes adgang til å utdele utbytte reguleres i aksjelovens § 8-1, jfr. §§ 3-4 og 3-6. Hovedregelen er at den kapital som etter denne vurderingen kan utdeles skal utdeles forholdsmessig som utbytte etter aksjeinnehav, jfr. § 3-1(2) jfr. § 4-1. Som for stemmerett er retten til utbytte i utgangspunktet proporsjonal med aksjeinnehav, et direkte utslag av likhetsgrunnsetningen i § 4-1.

Hovedregelen om proporsjonal rett på utbytte fra selskapet kan fravikes i selskapets vedtekter. Selskapet kan eksempelvis bestemme at visse aksjer skal ha et redusert krav på utbytte, ingen rett på utbytte, eller fortrinnsrett til utbytte -de såkalte preferanseaksjer.

¹²⁶ Sundby, (2003) s. 232

2.4.4 Aksjeklassenes påvirkning på selskap og aksjonærer

Den særegne reguleringen som oppstår gjennom å opprette aksjeklasser vil slå noe forskjellig ut for et AS og et ASA. Selskapstypenes natur vil føre til at forskjellige hensyn og effekter vil gjøre seg gjeldende.

2.4.4.1.1 Omsetning

I et AS er en aksje i hovedsak et instrument for å utøve eierrettigheter¹²⁷. Her er det ofte en tettere og mer stabil eierstruktur og en lavere grad av omsetning på aksjene. For det tilfelle at en oppdeling i aksjeklasser har påvirkning på omsetningen vil ikke dette være av så stor betydning for et AS. For et ASA vil det derimot være mer fokus på aksjenes omsettelighet. Et ASA som noterer seg i markedene vil i all hovedsak velge dette for å oppnå tilgang på kapital og likviditet i aksjene. Børslovgivningen og børsens reglement gir ingen innskrenkning i forhold til selskapers adgang til å ha aksjeklasser så lenge de noterte klassene er enhetlig notert og børsens opptakskrav overholdes for samtlige noterte klasser¹²⁸. På den annen side er et av kravene for å bli notert på Oslo Børs at aksjene ventes å bli gjenstand for regelmessig omsetning. Dette vil også mest sannsynlig være et av målene for selskaper som lar seg notere. Tiltak som kan legge en demper på dette må derfor avveies mot eventuelle fordeler for selskapet.

2.4.4.1.2 Prising

For de noterte selskapene anbefales det i NUES pkt. 4(1) at «selskapet bør ha en aksjeklasse». Det er gjort undersøkelser som tyder på at markedene gir sin tilslutning til dette. Ødegaard skriver i sin artikkel *Prisforskjeller mellom aksjeklasser*¹²⁹ at det er markant forskjell på pris mellom aksjer tilhørende aksjeklasser med stemmerettsbegrensninger og de uten denne typen begrensning. I de tilfellene hvor aksjene med begrensninger i stemmerett har samme krav på fremtidig utbytte som de uten slike begrensninger, kan dette ikke forklares ut i fra rasjonelle, perfekte markeder¹³⁰. Investorer vil med andre ord vektlegge denne forskjellsbehandlingen i så stor grad at de er mindre betalingsvillige for en aksje med denne typen begrensninger enn for en uten, selv i de tilfeller hvor aksjene gir samme rett på avkastning. For det tilfelle at aksjene er differensiert på utbytte vil denne forskjellen komme som en mer naturlig følge av forventet avkastning, men hva gjelder aksjer med stemmerettsbegrensninger tyder Ødegaards undersøkelser på at aksjonærene setter en klar pris på sine organisatoriske rettigheter.

¹²⁷ Prop. L 111(2012-2013) pkt. 3.1

¹²⁸ *Opptaksregler for aksjer på Oslo børs*, pkt. 2.4.3

¹²⁹ Ødegaard, 1999

¹³⁰ Ødegaard, 1999 s.1

2.4.4.2 Kapitalinnhenting

Adgangen til innhenting av ekstern kapital stiller seg forskjellig for de to typene selskaper. Et ASA vil ha en lavere terskel med tanke på å innhente kapital gjennom nytegning enn et AS. I tillegg vil det oftest være en større spredning i aksjene for et ASA, noe som vil føre til en mindre påvirkning på eiersituasjonen ved nytegning. For et ASA vil stemmerettspremien kunne komme inn som en skjevhet i forhold til markedene, men de vil allikevel være «bedre» stilt med hensyn til å innhente kapital. For et AS som har en mindre spredning i aksjekapitalen kan nytegning få en større påvirkning på eiersituasjonen. NOU 1996:3 understreker viktigheten for aksjeselskaper i å kunne innhente kapital uten å nødvendigvis måtte forrykke eiersituasjonen¹³¹. Gjennom muligheten til å utstede stemmerettsløse aksjer vil et aksjeselskap kunne hente inne kapital uten å forrykke de opprinnelige eiernes kontroll. Slik kan et AS forenkle adgangen til å «*skille mellom eierstruktur og kapitalinnhenting*»¹³² ved å tilpasse stemmestrukturen til eget selskaps behov.

2.4.4.3 Eierstruktur

Hensyn til eierstruktur kan ligge til grunn for opprettelse av aksjeklasser både med stemmerettsbegrensninger og differensiering på utbytte. For et AS som i hovedsak er familieeid vil aksjeklasser kunne være et hensiktsmessig verktøy ved generasjonsskifter. Her kan man eksempelvis holde stemmesterke A- aksjer på «senior-generasjonen» og gi B-aksjer uten stemme, men med rett til utbytte til den overtakende generasjon. Ved å gi økonomiske rettigheter til neste generasjon og samtidig beholde den bestemmende innflytelsen hos den tidligere generasjon, sikres at det foreligger faktisk rådighetsoverføring av verdier i selskapet, samtidig som selskapet fortsatt kontrolleres av den opprinnelige generasjon. Med tanke på et senere arveoppgjør kan dette være hensiktsmessig da den arvende generasjon har fått mesteparten av en eventuell verdistigning på selskapet etter overtagelse av de stemmerettsløse aksjene.¹³³

Å holde en aksjeklasse med differensiert stemmevekt vil kunne være hensiktsmessig for eiere som vil holde på kontroll. I en gründerbedrift kan dette være fordelaktig for selskapet, ved at det sikres stabilitet og langsiktighet i eierforholdene. Gjennom dette kan makt konsentreres og beholdes, og det kan være grunnlag for en mer langsiktig strategi og satsning for eierne¹³⁴. Langsiktige og målrettede eiere med en klar visjon for bedriften kan være en stor styrke for et selskap. Å åpne for kapitalinnhenting uten å forrykke denne langsiktigheten kan være fordelaktig i gitte tilfeller. Aksjer med lav stemmevekt kan også være en måte å knytte til seg ansatte eller andre, som kompenseres med økonomiske rettigheter, men ikke alle organisatoriske.

¹³¹ NOU 1996:3 pkt. 8.1.4

¹³² NOU 1996:3 pkt. 8.1.4.

¹³³ Bråthen, Magma nr.3 (2000) *

¹³⁴ Sundby, (2003) s. 235

På den annen side kan denne type eierkonsentrasjon føre til en lav fleksibilitet og stanse en kanskje hensiktsmessig utskiftning av ledelse og styre, eller eiere. Stemmedifferensierte aksjer kan dermed stoppe for oppkjøp og utvikling av selskaper som kan ha nytte av det. I disse tilfellene kan den låste eierstrukturen stå i veien for en utvikling som kunne komme øvrige eiere og selskapet selv til gode. For et ASA vil denne problematikken bli priset inn i aksjene, som nevnt ovenfor.

2.4.4.4 Risiko og innflytelse

En problematisk side ved å holde stemmedifferensierte aksjer er at det vil være en uheldig skjevfordeling mellom økonomisk risiko og faktisk innflytelse¹³⁵. Dette strider direkte imot regelen om at én aksje skal gi én stemme, etter asl § 5-3 og asal § 5-4. Videre strider det mot likhetsprinsippets regel om at alle aksjer skal gi samme rett i selskapet etter § 4-1.

Å få «samme rett» betyr ikke bare at aksjene i utgangspunktet skal ha samme stemmevekt eller rett på utbytte, det kan også leses inn et mer overordnet krav om sammenheng mellom at like rettigheter er en naturlig følge av like plikter. Å ta risikoen med å investere i et selskap, på linje med andre, uten å få den tilsvarende innflytelse kan sies å være et avvik fra likhetsprinsippet på et helt grunnleggende nivå.

2.4.4.5 Aksjonærenes og investorers forhold

Adgangen til å opprette aksjeklasser er et uttrykk for selskapslovgivningens fleksibilitet. Fra selskapenes side kan det være gode grunner til å ønske å differensiere aksjer på både stemmevekt og utbytte. De strenge flertallskravene for å opprette aksjeklasser gir de eksisterende aksjonærene en relativt god beskyttelse mot å bli uvillig utsatt for denne type reguleringer. Et annet spørsmål blir hvilken påvirkning differensierte aksjeklasser kan ha på investorene. Selv om likhetsgrunnsetningen er til for de eksisterende aksjonærene, vil fravikelse som påvirker selskapets potensielle vekst og utvikling kunne få virkninger på de eksisterende aksjonærenes interesser.

Sundby skriver i sin artikkel «Stemmerettsbegrensninger på aksjer i norsk rett» at sett fra de nye investorenes ståsted vil nettopp *formålet* med investeringen kunne føre til en forskjell i vurderingen av aksjer med gradert stemmevekt opp mot de med «fulle» rettigheter. Oppdeling i aksjeklasser legger til rette for forskjellige investeringsmåter¹³⁶. For en investor som kun er ute etter å plassere kapital for å ta ut et eventuelt utbytte vil en begrensning i stemmerett eller –vekt ha mindre å si, så lenge retten til utbytte er det samme som for stemmesterke aksjer. Her

¹³⁵ Ot.prp.nr.36 (1993-1994) s.103

¹³⁶ Sundby, (2003) s. 235

vil det være en mer passiv plassering med tillit til at de som innehar innflytelse og kontroll kan forvalte verdiene på en mest mulig hensiktsmessig måte. For en mer aktiv investor vil det på den annen side være mindre attraktivt med aksjer som ikke gir en forholdsmessig innflytelse i selskapet. Dette kan også få betydning for størrelsene på investeringene og for mulige oppkjøp. Det vil være mindre interessant å gå tungt inn på investeringssiden i et selskap når man ikke får en tilsvarende innflytelse på videre forvaltning av sine investeringer.¹³⁷ Som nevnt over kan dette stå i veien for «friskt blod» til selskapet. Dette kan være både en fordel og en ulempe avhengig av de konkrete forhold.

En aksje med begrensninger på utbytte vil ut fra et økonomisk formål være et lite attraktivt investeringsobjekt sett i forhold til andre, hvis ikke prisen reflekterer dette tilstrekkelig. På den annen side vil en preferanseaksje ha en innebygget «trygghet» for utbytte sett opp imot andre aksjer i et gitt selskap. Ved å knytte en slags fortrinnsrett til utbetaling av (et eventuelt) utbytte opp til et visst nivå vil aksjene gi en høyere grad av sikkerhet. På denne måten er risiko og potensiell avkastning differensiert fra andre typer aksjer. I den grad selskapet kan utbetale utbytte etter kapitalreglenes krav, tilfaller en forhåndsbestemt andel til preferanseaksjene. Disse aksjene ligger dermed noe nærmere obligasjoner enn alminnelige aksjer på grunn av den lavere risiko som er knyttet til investeringen¹³⁸.

2.4.5 Begrensninger av effekten av aksjeklasser

Det finnes visse begrensninger i adgangen til å begrense aksjonærrettighetene. Noen av rettighetene som knytter seg opp til innehav av aksjer anses som så sentrale at de ikke kan vedtektsfestes bort.

Enkelte endringer i aksjonærrettighetene som er særlig inngripende krever tilslutning fra samtlige aksjeeiere. Gjennom å oppstille et krav om enstemmighet, i stedet for det vanlige kravet om kvalifisert flertall som er forankret i prinsippet om aksjeeierdemokrati, vernes også de aksjonærene som sitter med aksjer som etter vedtektene er stemmerettsløse.

Paragraf 5-20 oppstiller krav om enstemmighet fra «samtlige aksjeeiere», uavhengig av eventuelle vedtektsfastsatte stemmebegrensninger. Etter § 5-20(1) nr. 4 kreves det for de tilfeller at «rettsforholdet mellom tidligere likestilte aksjer endres» at alle selskapets aksjonærer gir sin tilslutning. Dette kravet begrenses noe etter annet ledd dersom det bare berører «en del» av aksjeeierne. Her er det et kumulativt krav om at det må gis tilslutning fra samtlige som blir berørt, samt flertall som for vedtektsendringer. Denne paragrafen vil komme til anvendelse på

¹³⁷ Sundby, (2003) s. 235

¹³⁸ Degré, mail, 03.11.2015

opprettelse av aksjeklasser ved opprettelsen av selskapet, og dersom et selskap ønsker å oppdele de «utgitte», eksisterende, aksjer i ulike klasser eller oppheve eksisterende aksjeklasser.

Som tidligere nevnt er det enkelte av aksjeeiernes forvaltningsrettigheter som ikke kan vedtektsfestes bort. Sundby skriver i sin artikkel *Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter Norsk rett* at visse individualrettigheter, minoritetsrettigheter samt reglene om vedtektsendringer avdemper, og til en viss grad avskjærer, virkningen av at stemmelikheten er fraveket for en aksjeklasse¹³⁹. Dette er regler som knytter rettigheter til andel av kapital, eller til person, heller enn til aksjene. Dette eksemplifiseres gjennom vern av stemmerettsløse aksjer i reglene om vedtektsendringer §5-18(1). Denne regelen oppstiller krav både om 2/3 flertall både av avgitte stemmer og av representert kapital. Dette betyr ikke at stemmerettsløse aksjer kan gjennomføre en endring i vedtektene mot de stemmeberettigedes ønske, uansett hvor mange de måtte være, men de kan motvirke at de stemmeberettigede fatter beslutninger i deres disfavør. Innflytelsen vil naturligvis avhenge av hvor mange B-aksjer selskapet har, men dersom de utgjør mer enn 1/3 av aksjekapitalen kan de for eksempel sammen stoppe vedtektsendringer.¹⁴⁰

Rettighetene som holdes på aksjonærenes hender selv når de besitter stemmerettsløse aksjer gjør at aksjeklasser kan føre til mindre inngrep i likhetsprinsippet enn for eksempel en rettet emisjon. For det tilfelle at et selskap utsteder stemmerettsløse aksjer vil det sikre en kapitalinnhenting, men uten faren for den samme grad av utvanning av de eksisterende aksjonærs organisatoriske rettigheter som kan skje ved en rettet emisjon. For de aksjeklasser som skjevdeler økonomiske rettigheter er det en fravikelse av likebehandlingen, men en som ikke kan pålegges uten at de berørte samtykker i det.

2.4.6 Oppsummering

Som vi har sett kan likebehandlingsprinsippet i høyeste grad fravikes mellom de forskjellige vedtektsfestede aksjeklassene. Sentralt for likebehandlingsprinsippet i forhold til aksjeklasser er at forskjellsbehandlingen kan godtas så lenge likebehandlingen observeres innad i de enkelte klassene.

Denne typen forskjellsbehandling skiller seg ut ved å være et utslag av den alminnelige avtalefriheten. Den kan ikke pålegges uten avtale. De særlige krav til stemmerett for å opprette eller fjerne aksjeklasser gir et grunnleggende vern for aksjonærene med hensyn til denne type forskjellsbehandling. At enkelte av de sentrale organisatoriske rettighetene er i behold uansett

¹³⁹ Sundby, (2003) s. 242

¹⁴⁰ Sundby, (2003) s. 243

og at det er en høy grad av forutberegnelighet gjør også at denne typen forskjellsbehandling blir «mildere» enn hva som for eksempel kan bli tilfellet i en rettet emisjon.

Forskjellsbehandling gjennom bruk av aksjeklasser vil bli besluttet av aksjonærene selv, og det gjør det til en mindre inngripende forskjellsbehandling enn de som baserer seg på en skjønnsmessig vurdering i de enkelte tilfellene.

Som tidligere nevnt har majoriteten av aksje- og allmennaksjeselskaper et formål om å skape økonomisk avkastning for seg selv og sine investorer. Dette hensynet bør derfor ligge til grunn for de strategiske beslutninger et selskap tar, herunder også en beslutning om differensierte aksjeklasser.

Undersøkelser viser at selskaper som har aksjeklasser med differensiert stemmerett gjennomgående prises lavere ved Oslo Børs enn selskaper som ikke har denne inndelingen¹⁴¹. En fare for lavere verdsettelse av markedene må dermed avveies opp mot de fordeler selskapet har med å ha differensierte aksjeklasser. Det er for selskapenes formål om å skape økonomisk avkastning ikke et krav at enhver beslutning må føre til et øyeblikkelig positivt resultat, det er det langsiktige økonomiske potensiale som må vurderes¹⁴². Denne vurderingen og avveiningen ligner på den vurderingen som gjøres med hensyn til saklighetskravet. Beslutninger som ikke er fordelaktig for både selskap og aksjonærer vil i disse tilfellene ikke være i strid med lovgivningen, men det kan blant annet føre til at aksjonærene «stemmer med føttene» og selger seg ut av selskapet.

2.5 Særlig om omsetningsbegrensninger på aksjer

2.5.1 Innledning

Adgangen til omsetning av aksjer hjemles i aksjelovenes § 4-15. I Asl. § 4-15 hjemler første ledd omsettelighet så sant annet ikke er bestemt i «lov, vedtekter eller avtale mellom aksjeeierne». Annet ledd innskrenker retten til omsetning gjennom å betinge den av samtykke fra selskapet. Etter tredje ledd gis øvrige aksjonærer forkjøpsrett ved overdragelse. Både utgangspunktet og de påfølgende begrensningene kan fravikes i selskapets vedtekter.

For et allmennaksjeselskap er også utgangspunktet omsettelighet etter § 4-15 (1) så sant annet ikke følger av «lov, selskapets vedtekter eller avtale mellom aksjeeierne». Men for denne selskapstypen vil det videre utgangspunkt bli motsatt, da samtykkekrav, personbegrensninger og

¹⁴¹ Koekebakker og Randøy, (2002) s. 60

¹⁴² Truyen, (2004) s. 309

forkjøpsrett *kun* kan gjøres gjeldende dersom det følger av selskapets vedtekter. Her vektlegges i utgangspunktet aksjenes omsettelighet og det er ingen lovbestemt forkjøpsrett. Dersom et allmennaksjeselskap skal forbeholde seg retten til krav om samtykke må det vedtektsfestes. Dersom et aksjeselskap skal si fra seg kravet om samtykke ved overdragelse må det fastsettes i vedtektene.¹⁴³

Et allmennaksjeselskap kan dermed begrense omsetningsreguleringen inntil det som er aksjeselskapets utgangspunkt. Det er oppsatt en skranke for nektelse i asl. for de tilfeller hvor overdragelsen foretas til personlig nærstående eller nære slektninger, eller overdragelse følger av arv. I asal. kan samtykke ikke nektes for overdragelse ved arv fra nærstående. I tillegg vil reglene om myndighetsmisbruk være en skranke for potensielt «urimelige» beslutninger om samtykkenektelse.

Det hører under styret å avgjøre om samtykke skal nektes så sant vedtektene ikke har tillagt denne kompetansen til et annet organ¹⁴⁴. Etter aksjelovene vil en samtykkenektelse kreve at styret fremviser en «saklig grunn» for å nekte overdragelsen etter § 4-16 (2).

Hvis ikke annet er bestemt kan samtykkenektelse til overdragelse dermed kun foretas dersom det foreligger saklig grunn. Spørsmålet er så hva dette begrepet inneholder.

2.5.2 «Saklig grunn» for nektelse

Loven selv er taus om innholdet i saklighetsbegrepet for å nekte overdragelse. Vurderingen må bero på en konkret helhetsvurdering i det enkelte tilfelle hvor selskapets legitime interesse i å hindre overdragelse avveies mot beskyttelsen av, og de byrder og begrensninger som pålegges, den enkelte aksjonær¹⁴⁵. At loven er uklar kan sies å være problematisk i forhold til likhetsprinsippet, det kan være vanskelig for aksjonærene å forutberegne sin rettsstilling.

Gjennom rettspraksis er det kommet frem enkelte momenter som tillegges vekt i denne vurderingen. Utgangspunktet vil for aksjeselskapene i de enkelte tilfeller være i selskapets egne forhold. For allmennaksjeselskapet kommer flere hensyn til anvendelse. Begge aksjelovene hjemler mulighet for vedtektsfestelse av et nærmere innhold i «saklig grunn» gjennom nærmere angitte vilkår for nektelse.

En samtykkenektelse vil, dersom annet ikke er avtalt, bero på en skjønnsmessig helhetsvurdering. Det fremgår av rettspraksis at domstolene er forsiktige med å tilsidesette et selskaps stra-

¹⁴³ Andenæs (2006) s.182

¹⁴⁴ Andenæs (2006). s.184

¹⁴⁵ Hennum Johanson (2013) s.26

tegiske forretningsbeslutninger i den utstrekning de ikke fremgår som klart urimelige og klan-
derverdige eller er i strid med preseptorisk lovgivning. En samtykkenektelse vil gjerne være
forsøkt begrunnet ut i fra hensyn forankret i et selskaps egen strategiske vurdering. Det kreves
tungtveiende grunner for å sette til side en samtykkenektelse, jfr. nedenfor i drøftelsen av Rt.
1999 s.1682 (Østlendingen).

Flertallet av norske aksjeselskaper er små eller mellomstore med begrenset omsetning. I disse
selskapene er en aksje i hovedsak et juridisk verktøy for å utøve eierrettigheter, heller enn et
verdipapir med omsetning som et hovedformål¹⁴⁶. For aksjonærer i de børsnoterte allmennak-
sjeselskapene er et sentralt aspekt ved det å besitte aksjer at de er et omsettelig verdipapir,
med i alle fall en viss grad av likviditet. Hensynet til omsettelighet vil dermed få forskjellig
utgangspunkt og tyngde i vurderingen av saklighet i samtykkenektelsen i de to selskapstype-
ne.

Rt. 1999 s.1682 (Østlendingen) omhandlet samtykkenektelse for salg av aksjer i et avisfore-
tak. Foretaket hadde et ikke-kommersielt formål og la i sine vedtekter vekt på lokal tilknyt-
ning. I nektelsen uttalte styret at selskapets eierstrategi la vekt på lokalt og spredt eierskap, og
selskapet anså denne type eierstruktur til å være hensiktsmessig ut i fra selskapets interesser.
Nektelsen ble påklagd, men selskapet fikk medhold i at saklighetsvurderingen med utgangs-
punkt i selskapets særskilte interesser var et gyldig utgangspunkt.

Førstvoterende uttaler at «*ved formålsangivelser, vedtekter eller lignende selskapsvedtak,
[kan selskapet] regulere rammebetingelsene for eierskifte på en slik måte at dette får betyd-
ning for saklighetsvurderingen.*»¹⁴⁷. Gjennom dette kan selskapets egenart og særskilte om-
stendigheter få betydning for innholdet av den skjønnsmessige, lovbestemte vurderingen av
saklighet selv om selskapet ikke selv kan håndheve utøvelsen i strid med loven.¹⁴⁸ Innholdet i
saklighetsvurderingen kan dermed angis direkte om samtykkeregulering i selskapets vedtek-
ter, eller indirekte gjennom en beskrivelse av selskapets formål¹⁴⁹. I saken om Østlendingen
ble nektelse ut fra hensyn til eierstruktur godtatt da det var godtgjort at det var begrunnet i
selskapets interesse. For et selskap som hadde til formål å ivareta lokale interesser og mål om
å knytte til seg lokale, engasjerte aksjonærer ble det ansett som saklig å legge til grunn hvem
selskapet ville ha som eiere. Retten uttaler at man ikke uten videre kan legge de samme vurde-
ringer til grunn for dette selskapet som man ville for et selskap med rent kommersielle inter-
esser. Saklighetsvurderingen vil altså ta utgangspunkt og formes av «*selskapets drift, formål*

¹⁴⁶ Prop. 111 L(2012-2013) pkt. 3.1

¹⁴⁷ Rt. 1999 s. 1682, s.1687

¹⁴⁸ Rt. 1999 s. 1682, s.1688

¹⁴⁹ Tore Bråthen; Magma nr. 2 (2000) *

og egenart for øvrig»¹⁵⁰. Dette er en videreføring og presisering fra tidligere forarbeider som sier at sakligheten må begrunnes i hensynet til selskapets interesser¹⁵¹.

Rekkevidden av dette utgangspunktet ble senere presisert i Rt. 2013 s. 241(Stangeskovene). Det må bemerkes at hvor «Østlendingen» baserte seg på aksjeloven fra 1976 hvor hovedregelen var fri omsettelighet, baserte Stangeskovene seg på 1997-loven hvor utgangspunktet er et krav om samtykke¹⁵².

I Rt. 2013 s. 241(Stangeskovene) var styrets nektelse av overdragelse delvis basert på at de ikke ønsket at en eksisterende aksjonær skulle oppnå en dominerende aksjonærpost, som han hadde en uttalt ambisjon om. I tillegg anførte de ønske om å holde på den tradisjonelle familietilknytningen selskapet var basert på, selskapets «tradisjon og egenart». Stangeskovene var etablert som et familieforetak, men hadde den senere tid liberalisert dette utgangspunktet og fremsto for retten som et «vanlig» foretak. Anførselen om familietilknytningen ble ansett for usaklig ettersom selskapet nå fremsto som et «vanlig» selskap og aksjonærene da må behandles likt uavhengig av opphav.

Gjennom Østlendingen ser vi at styret har anledning til å være ganske strenge i sin saklighetsvurdering. Det skal forholdsvis tungtveiende grunner til for å sette til side et selskaps nektelse¹⁵³, så lenge de klart knyttes opp til selskapets formål og egenart, og den selskapsinteresse som kan utledes av denne. I Stangeskovene tilførte retten at det i tillegg var sentralt for vurderingen «å påse at det som styret anfører som selskapsstrategiske vurderinger, har tilstrekkelig og reell rot i selskapets formål og virksomhet.»¹⁵⁴ Selskapet må tydelig uttale og forankre sitt grunnlag for nektelsen i selskapsreelle hensyn. I Stangeskovene ble det forhold at andre aksjonærer hadde fått samtykke kort tid før vektlagt. Den eneste reelle grunn til nektelse ville da vært familietilknytningen. Av hensyn til likhetsprinsippet kunne ikke dette anses som saklig grunn da det ikke var tydelig anført og praktisert i selskapets vedtekter og gjeldende praksis. Etter Stangeskovene ble utgangspunktet i Østlendingen presisert og det ble innfortolket et krav om at sakligheten tydelig måtte kunne føres tilbake til selskapets formål og at forskjellsbehandlingen måtte kunne virke til å opprettholde en tilstand som er reelt begrunnet i selskapets interesse.

¹⁵⁰ Rt. 1999 s. 1682, s.1692

¹⁵¹ Hennum Johanson, (2013) s. 26

¹⁵² Hennum Johanson, (2013). s. 27

¹⁵³ Bråthen, Tore: Magma nr. 2 (2000) *

¹⁵⁴ Rt. 2013 s. 241 premiss 50

Vurderingen av saklig grunn til nektelse i aksjeselskaper vil være forskjellig fra vurderingen for et børsnotert allmennaksjeselskap. Delvis er det forskjellige regelsett som kommer til anvendelse, delvis er det andre hensyn.

Et aksjeselskap vil i seg selv ha visse begrensninger på å trekke inn utenforstående aksjonærer. Dette fremgår også av aksjelovens system. Et AS er en mer introvert kreasjon enn et ASA. For sistnevnte vil allerede valget av selskapsform antyde en mer utoverrettet holdning, er det i tillegg børsnotert vil det være langt strengere krav for adgangen til å begrense omsetningen enn i et AS. Hvor rettspraksis har kunnet finne saklighetsgrunner i et AS' egne formål og hensyn vil det for et børsnotert ASA blant annet være markedshensyn, likviditetshensyn og flere regelsett å ivareta.

For et aksjeselskap vil det være innholdet i aksjelovens saklighetsbegrep som gjelder. For et børsnotert ASA vil allmennaksjeloven suppleres med regnskapsloven, verdipapirhandelloven, børsloven og børsforskriften, samt børsens egne løpende forpliktelser.

For et børsnotert selskap vil allmennaksjeselskapslovens krav om «saklig grunn» måtte forstås i lys av tilstøtende regler i børslovgivningen og børsens regler og praksis.

I Rt. 1989 s.1230 (Arendal Fossekompani) uttaler førstvoterende at børsens formål må tillegges stor vekt i lovtolkningsspørsmål når det gjelder begrensninger på omsetning. Et av børsens hovedformål er å skape en velordnet markedsplass for å lette omsetningen av verdipapirer. Behovet for en saklig grunn til nektelse skjerpes inn i møtet med en markedsplass som har omsetning som kjernevirksomhet. Denne dommen henviser videre til Ot.prp. nr. 83 (1986-87), hvor det uttales at samtykkebegrensninger er lite forenlig med børsens formål¹⁵⁵. Her sies det at av hensyn til børsens formål vil samtykke kun unntaksvis kunne nektes, men da kun med en full saklig begrunnelse¹⁵⁶. Gjennom dette må det legges en formålsorientert tolkning til vurderingen om det foreligger saklig grunn til nektelse¹⁵⁷. Ot.prp. nr.83(1986-87) uttaler at *«samtykkeklausulene har en slik karakter at det må stilles nokså strenge krav til kriterier og praksis i selskapene for samtykkenektelse.»*¹⁵⁸ Børsforskriften er i tråd med dette og går lenger enn aksjelovgivningen ved å oppstille en hovedregel i § 6 om at aksjer i børsnoterte selskaper som hovedregel skal være fritt omsettelige. For de tilfeller at det foreligger vedtektsfestede omsetningsbegrensninger kan disse kun håndheves dersom det foreligger «skjellig grunn» og det ikke skaper «forstyrrelser i markedet». Dette er kumulative krav. I følge avgjørelsen i

¹⁵⁵ Ot.prp. nr. 83 (1986-1987) s. 86

¹⁵⁶ Ibid.

¹⁵⁷ Rt. 1989 s.1230, s. 1236

¹⁵⁸ Ot.prp. nr. 83 (1986-87) s. 87

«Arendal Fossekompani» er «skjellig grunn» et strengere krav enn «saklig grunn»¹⁵⁹. Tilleggskravet om at det ikke skal forstyrre markedet gjør at børsen håndhever denne type forskjellsbehandling strengt. Dette er i tråd med finansmarkedsrettens overordnede mål om å skape stabile og effektive markeder.

Gjennom å sikre likebehandling og forutberegnelighet vil blant annet transaksjonskostnader til informasjonsinnhenting reduseres og aksjenes likviditet trygges. Her kommer hensynene både til den enkelte aksjonær og til markedet inn. NUES-anbefalingens punkt 5 anbefaler fri omsettelighet og at selskapene avstår fra å vedtektsfeste *noen* form for omsetningsbegrensninger. For selskaper tatt opp til notering på Oslo Børs, og som gjennom regnskapsloven da er pliktige til å redegjøre for sin praksis på dette området betyr det at det skal offentliggjøres dersom anbefalingen fravikes. Som en anbefaling stilles heller ikke gjennom dette noe forbud mot omsetningsbegrensninger, men det stilles krav om at det grunngis og offentliggjøres.

2.5.3 Oppsummering

Hensynet til likebehandling avveies mot forskjellige hensyn i de to selskapstypene når det kommer til å nekte overdragelse av en aksjepost. Flexibiliteten i lovgivningen og de aktuelle regelverk gjør at hensynet til de enkelte selskapene sikres gjennom at det ikke er et absolutt forbud mot å vedtektsfeste omsetningsbegrensninger, men det stilles på den annen side krav om en saklig og relevant begrunnelse.

De forskjellige vurderingene som gjøres for et AS og et ASA tydeliggjør forskjellene mellom de to selskapstypene gjennom fokuset på selskapet og dets aksjonærer for et AS og de bredere markedshensyn som gjør seg gjeldende for et ASA. Et AS kan innrette seg etter sitt eget særegne formål og forankre en saklig nektelse gjennom hensyn til dette, mens utenforliggende eller vilkårlige hensyn vil anses som usaklige. For et notert ASA vil i tillegg markeds- og likhetshensyn settes høyt gjennom at det kreves mer enn «saklig grunn», det kreves «skjellig grunn». Gjennom dette sikres formålet som er uttrykt i børslovens § 1 om å «legge til rette for effektive, velordnede og tillitvekkende markeder».

Gjennom disse forskjellige vurderingene av saklighetsbegrepet ser vi igjen at markedet kan gi aksjonærene et ytterligere vern gjennom at det til en viss grad vanskeliggjør å iverksette omsetningsbegrensninger. Vi ser også at et ASA tar del i et marked med større hensyn enn det enkelte selskap, noe som kan legge skjerpende føringer på en eventuell forskjellsbehandling. Dette må sees i sammenheng med at det for de fleste aksjonærer i et ASA er en aksje et om-

¹⁵⁹ Andenæs, forelesningsmateriale, våren 2014

settelig verdipapir, men i et AS en aksje i hovedsak være et verktøy for å utøve eierrettigheter i det enkelte, konkrete selskapet.¹⁶⁰

2.6 Oppsummering / Avsluttende bemerkninger

Utgangspunktet og hovedregelen er at alle aksjer skal gi lik rett i selskapet. Vurderinger av brudd på prinsippet om likhet vil alltid ta utgangspunkt i et selskaps særegne forhold og situasjonens konkrete omstendigheter. Det finnes ingen klare regler for når fravikelse kan godtas. Lovgivningen gir anvisning på generelle retningslinjer og praksis er sterkt knyttet til de konkrete avgjørelser. Etter denne gjennomgangen ser vi at det kan utledes noen momenter for å avgrense og utfylle likebehandlingsprinsippet i de forskjellige typetilfellene som er gjennomgått. Momentene er spredt gjennom flere rettskilder. Rettstilstanden med hensyn til likebehandlingsprinsippet kan etter dette sies å være noe fragmentarisk. På den ene side kan dette være problematisk med hensyn til aksjonærenes vern mot forskjellsbehandling og forutberegneligheten i dette. På den annen side er likebehandlingsprinsippet en rettslig standard som ikke skal være meislet i stein, men kunne ta opp i seg skiftende hensyn og omstendigheter over tid. Det selskapsrettslige likebehandlingsprinsipp har vært med oss fra starten, og dets fleksibilitet og overordnede utforming muliggjør at det tar opp i seg relevante vurderingsteamer og hensyn selv om disse kan endre seg noe over tid.

Domstolene og Børsklagenemda/Oslo Børs synes å vise tilbakeholdenhet med å gå imot selskapers avgjørelser så lenge de er fattet på forsvarlig grunnlag og forankret i selskapets overordnede interesse. Det kan tyde på at likebehandlingsprinsippet gir aksjonærene et relativt lavt rettslig vern i tilfeller hvor selskapet har «behov» for å forskjellsbehandle og beslutningen er tilstrekkelig forankret i relevante hensyn. For børsnoterte selskaper kan markedene gi en ekstra beskyttelse ved at de opptrer som et korrektiv, både gjennom børsens regler og retningslinjer og gjennom mulige negative reaksjoner i markedet. For et AS vil ikke denne beskyttelsen komme til anvendelse, men aksjonærene her vil som hovedregel være mer langsiktige og forskjellsbehandling som kommer selskapet til gode på lang sikt vil kunne tenkes å oppveie noe av de forskjellsbehandlede aksjonærenes ulemper.

Likebehandling er viktig for å skape tillit, og tillit er viktig for at selskaps- og finansmarkedsinstituttene skal fungere etter sin hensikt. På den annen side kan ikke et selskap i ethvert tilfelle etter en helhetlig vurdering forsvare å sette dette prinsippet høyest. Det må foretas en forsvarlig, grundig og stegvis avveining i enhver beslutning om forskjellsbehandling for å sikre

¹⁶⁰ Prop. 111 L(2012-2013) pkt. 3.1

dens forankring og forsvarlighet ut fra en helhetlig betraktning. Det kan være tilfeller hvor enkelte aksjonærer må settes til side for å oppnå et bestemt, nødvendig mål. Vurderinger av brudd på likebehandlingsprinsippet kan sies å ligge nærmere konsekvensetikken enn pliketikken. Prinsippet er en del av en fleksibel lovgivning som skal omfatte en stor variasjon selskapskonstellasjoner og situasjoner. Prinsippet er en rettslig standard som gir anvisning på et utgangspunkt og en målestokk, men som samtidig tar opp i seg de konkrete omstendigheter og særegenheter ved hvert enkelt tilfelle. Denne plikten til avveining vil kunne sikre at man får gode løsninger, helhetlig sett, selv i de tilfellene et selskap ser seg nødt til å foreta beslutninger som vil kunne ramme enkelte av dets aksjonærer. Prinsippet sikrer videre at den urimelige og usaklige forskjellsbehandlingen vil rammes av hovedregelen og utgangspunktet om at et selskap skal likebehandle sine aksjer.

Litteraturliste/Kildehenvisninger

Bøker:

- | | |
|---|---|
| Andenæs, Mats Henry | <i>Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper</i> , 2. utg., M.H. Andenæs, Oslo 2006. |
| Bråthen, Gina | <i>Kapitalforhøyelse i forhold til styrefullmakt</i> , Gyldendal, 2014 |
| Bråthen, Tore | <i>Personklausuler i aksjeselskaper</i> , Ad Notam Gyldendal, 1996 |
| Eckhoff, Torstein | <i>Rettskildelære</i> , v. Jan Helgesen, 5.utg. Universitetsforlaget, 2001 |
| Eide, Erling og Stavang, Endre | <i>Rettsøkonomi</i> , 4.opplag, Cappelen Akademisk forlag, 2008 |
| Lilleholt, Kåre, Johs. Andenæs, Inge Lorange Backer, Anders Bratholm, m.flr | <i>Knophs oversikt over Norges rett</i> , 13. utg., Universitetsforlaget, 2009 |
| Myklebust, Trude | <i>Innføring i finansmarkedsrett</i> , Fagbokforlaget, 2011 |
| NUES-anbefalingen | <i>Norsk anbefaling eierstyring og selskapsledelse</i> , Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse, 30. oktober 2014
(www.nues.no) |
| Terkelsen, Christopher | <i>Golden Shares-dommene og deres innvirkning på Norge gjennom EØS-avtalen</i> , Perspektiv 07/08, Stortingets utredningsseksjon, (2008)
Sitert fra Stortinget.no |
| Tryen, Filip | <i>Aksjonærenes myndighetsmisbruk – en studie</i> |

av as./asal. § 5-21 og uskrevne misbruksprinsipper, Cappelen Akademiske forlag, 2005

Werlauff, Erik

Selskabsret, 9 utg. Karnov Group Denmark, 2013

Woxholt, Geir

Selskapsrett, 4. utg., Gyldendal Norsk forlag, 2012

Artikler:

Bråthen, Gina

«Forbud mot myndighetsmisbruk ved styrets beslutning om rettet emisjon», *Nordisk tidsskrift for selskapsret* 2012-3/4(2012) s.30-42
Sisert fra Gyldendal rettsdata

Bråthen, Tore

«Rettslige nivåer for eierinnflytelse i aksjeselskaper», *Praktisk økonomi og finans*, vol. 29(03) (2012) s. 29-35
Sisert fra Idunn.no

Bråthen, Tore *

«Samtykke til erverv av aksje i aksjeselskap», *Magma –Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, nr. 2/2000 s. 17-20
Sisert fra Magma.no

Bråthen, Tore *

«Aksjeklasser», *Magma –Econas tidsskrift for økonomi og ledelse*, nr. 3/2000 s. 9-14
Sisert fra Magma.no

***Note til Tore Bråthens artikler i Magma:** Disse tidligere utgaver av Magma er tilgjengelige på nett, men viser seg dessverre ikke å få tak i med sidetall. Referanser i teksten henviser dermed kun til artikkel, ikke side-tall.

Hennum Johanson, Mats

«Styrets samtykke ved erverv av aksjer Rt. 2014 s.241», *Nytt i privatretten*, nr. 2, (2013) s. 26-27
Sisert fra www.jus.uio.no/forskning/omrader/selskaper/publikasjoner/

Knutsen, Gudmund	«Forenkling og modernisering av aksjeloven», <i>Rapport til justis- og politidepartementet</i> , (2011) Sitert fra Regjeringen.no
Koekebakker, Steen og Trond Randøy	«Verdiskapende eierstyring i norske børsnoterte selskaper», <i>Praktisk økonomi & finans</i> , 01 / 2002 (2002) s. 57-64 Sitert fra Idunn.no
Matre, Hugo P.	«Utbyttefinansierte aksjeerverv» <i>Lov og Rett</i> (2000) s. 165-174 Sitert fra Lovdata.no
Meyer-Myklestad, Johannes	«Rett og legitimasjon i aksjeselskapsretten» <i>Jussens Venner</i> nr. 6, (2012) s. 346-362 Sitert fra Idunn.no
Ravlo- Losvik, Line	«Omsetningsreguleringer i aksjeselskaper - problemstillinger, utfordringer og løsninger» <i>Tidsskrift for forretningsjuss</i> , (2008) s. 87-116 Sitert fra Lovdata.no
Sjåfjell, Beate og Linn Anker-Sørensen	«Vår Europeiske Selskapsrett», <i>Selskapsretts-tidsskriftet</i> , 1.utg, (2014) Sitert fra Selskapsrettstidsskriftet.no
Sundby, Anne Cathrine	«Stemmerettsbegrensninger på aksjer etter norsk rett», <i>Nordisk tidsskrift for selskapsret</i> , nr. 2 (2003), s. 230- 250 Sitert fra Idunn.no
Truyen, Filip	«Likhetsprinsippet i artikkel 42 i det annet selskapsdirektiv, særlig ved aksjeemisjoner og ved utdeling», <i>Tidsskrift for Rettsvitenskap</i> , 04-05 (2004) s. 580-592 Sitert fra Idunn.no
Truyen, Filip	«Myndighetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper», <i>Jussens Venner</i> (2004) s. 305-328

Ødegaard, Bernt Arne

«Prisforskjeller mellom aksjeklasser» (1999)

Sitert

fra

http://finance.bi.no/~bernt/papers/abf_pof/artikkel.pdf.

Lov og forarbeidsregister:

2007	Lov om verdipapirhandel av 29. juni 2007 nr. 75 (verdipapirhandelloyen)
2007	Lov om regulerde markeder av 29. juni nr. 74 (børsloyen)
2007	Forskrift til verdipapirhandelloyen av 29 juni 2007 nr. 876 (verdipapirforskriften)
2007	Forskrift om regulerde markeder av 29 juni 2007 s.875 (børsforskriften)
1997	Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni nr. 45 (allmennaksjeloyen)
1997	Lov om aksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 44 (aksjeselskapsloyen)

77/91/EØF 2. Selskapsrettsdirektiv av 13. desember 1976, (77/91/EØF) (Kapitaldirektivet)

Meld. St. Nr.22(2014-2015)	Finansmarknadsmeldinga 2014
Prop. 111 L (2012-2013)	Endringer i aksjelovgivningen mv. (forenklinger)
Prop, 117 L (2009-2010)	Endringer i regnskapsloyen og enkelte andre lover (foretaksstyring og tiltak mot manipulering av finansiell informasjon)
Ot.prp. nr. 34(2006-2007)	Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloyen) og lov om regulerde markeder (børsloyen)
Ot. Prp. Nr.23 (1996-1997)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloyen) og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloyen)
NOU 1996 s.3	Ny aksjelovgivning
Ot.prp. nr.36 (1993-1994)	Om lov om aksjeselskaper (aksjeloyen)
NOU 1992 s. 29	Lov om aksjeselskaper
Ot.prp. nr. 83 (1986-87)	Om lov om verdipapirbørs
Ot.prp.nr.19 (1974-1975)	Om lov om aksjeselskaper

Dommer

Rt. 2013 s. 241	«Stangeskovene»
Rt. 2003 s. 335	
Rt. 1999 s. 1682	«Østlendingen»
Rt. 1989 s. 1230	«Arendal Fossekompani»
LF-2010-160231	REM- offshore (Frostating Lagmannsrett)
RG 2001 s.841	(Gulating Lagmannsrett)
RG 1996 s.491	(Frostating Lagmannsrett)

Oslo Børs:

Oslo Børs vedtak, uttalelser og børssirkulærer:

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Vedtak-og-uttalelser>

Børssirkulære nr. 2/2014

Oslo Børs, utgitt 3.sept. 2014

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2013

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2009

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2006

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2003

Oslo Børs Vedtak og Uttalelser 2002

Oslo Børs regler for utstedere:

<http://www.oslobors.no/Oslo-Boers/Regelverk/Regler-for-utstedere>

Opptaksregler for aksjer på Oslo Børs, januar 2015

Løpende forpliktelser for børsnoteerte selskaper, juli 2013

Forelesningsmateriell:

Notater og /eller materiell fra forelesninger og presentasjoner

Weyer-Larsen, Ida	<i>Likebehandling i lys av børsens sirkulære 2/2014, Materiell fra Børsrettsdagene 2015</i>
-------------------	---

Myklebust, Trude	Forelesninger finansmarkedsrett, JUS 5880, høsten 2015
------------------	--

Sjåfjell, Beate

Forelesninger selskapsrett, JUS 5801, våren 2015

Andenæs, Mats

Forelesningsmateriale selskapsrett, JUS 3211, våren 2014

Degré, Atle

Likebehandling og aksjonærretter i et aksjerettslig og verdipapirrettslig perspektiv, Materiell fra Børsrettsdagene 2013

Annet:

Atle Degré,

Advokat/partner Kluge advokatfirma AS

Samtale:

27.10.2015

E-post:

14.10.2015

26.10.2015

03.11.2015

Norsk Lovkommentar:

Hugo Matre: note 1743 til asl. § 10-3(2) (Sisert fra Gyldendal rettsdata)

Jusinfo.no: <http://www.jusinfo.no/index.php?site=default/721/2022/2034/2037#item10957>

Om begrepet *Rettslig standard*. Sisert 21.11.2015